

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TƯ PHÁP

TRƯỜNG ĐẠI HỌC LUẬT HÀ NỘI

NGUYỄN THỊ PHƯƠNG THẢO

**PHÁP LUẬT VỀ
BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ LUẬT HỌC

HÀ NỘI – 2022

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TƯ PHÁP

TRƯỜNG ĐẠI HỌC LUẬT HÀ NỘI

NGUYỄN THỊ PHƯƠNG THẢO

**PHÁP LUẬT VỀ
BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành : Luật Kinh tế

Mã số : 9.38.01.07

LUẬN ÁN TIẾN SĨ LUẬT HỌC

**Người hướng dẫn khoa học: 1. TS NGUYỄN VĂN TUYẾN
2. TS VŨ VĂN CƯỜNG**

HÀ NỘI - 2022

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu khoa học của cá nhân tôi. Các số liệu nêu trong luận án là trung thực, được trích dẫn đúng theo quy định. Kết quả nghiên cứu trong luận án chưa từng được công bố trong bất cứ công trình nào.

Tôi xin chịu trách nhiệm về tính chính xác và trung thực của Luận án này.

Tác giả luận án

Nguyễn Thị Phương Thảo

LỜI CẢM ƠN

Với lòng kính trọng và biết ơn sâu sắc, tôi xin gửi lời cảm ơn chân thành nhất đến hai thầy giáo hướng dẫn của tôi, TS. Nguyễn Văn Tuyền và TS. Vũ Văn Cương. Trong suốt quá trình nghiên cứu, các thầy đã dành thời gian quý báu của mình để nhiệt thành hướng dẫn, luôn khích lệ và động viên tôi hoàn thành Luận án này, giúp tôi vững tin vào con đường nghiên cứu khoa học mình đã chọn.

Tôi cũng xin bày tỏ lòng biết ơn sâu sắc tới các Thầy/Cô trong Ban Giám hiệu, Phòng Đào tạo sau đại học và Khoa Pháp luật kinh tế của trường Đại học Luật Hà Nội đã tạo điều kiện giúp đỡ và động viên tôi trong quá trình làm Luận án.

Cảm ơn rất nhiều đến gia đình luôn là nguồn động lực để tôi cố gắng và phấn đấu mỗi ngày.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

Chữ viết tắt	Ý nghĩa
ATTC	An toàn tài chính
BLPHCK	Bảo lãnh phát hành chứng khoán
CTCK	Công ty chứng khoán
KDCK	Kinh doanh chứng khoán
NĐT	Nhà đầu tư
IOSCO	Tổ chức quốc tế của các ủy ban chứng khoán
TCBL	Tổ chức bảo lãnh
TCPH	Tổ chức phát hành
TTCK	Thị trường chứng khoán
UBCKNN	Ủy ban chứng khoán nhà nước

MỤC LỤC

LỜI CAM ĐOAN

LỜI CẢM ƠN

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

MỞ ĐẦU	1
Phần thứ nhất. TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN.....	7
I. Khái quát tình hình nghiên cứu liên quan đến các vấn đề nghiên cứu của đề tài luận án.....	7
II. Đánh giá thực trạng tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án.....	23
III. Cơ sở lí thuyết, câu hỏi nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu	26
Kết luận	29
Phần thứ hai: NỘI DUNG LUẬN ÁN.....	31
Chương 1. NHỮNG VẤN ĐỀ LÍ LUẬN VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN VÀ PHÁP LUẬT VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN.....	31
1.1. Những vấn đề lí luận về bảo lãnh phát hành chứng khoán.....	31
1.2. Những vấn đề lí luận pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán.....	74
Kết luận chương 1.....	83
Chương 2. THỰC TRẠNG PHÁP LUẬT VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN.....	84
2.1. Thực trạng pháp luật về chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.....	84
2.2. Thực trạng pháp luật về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán và các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán.....	90
2.3. Thực trạng pháp luật về hình thức pháp lý của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.....	103
2.4. Thực trạng pháp luật về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.....	110
2.5. Thực trạng pháp luật về quản lí nhà nước hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.....	118
Kết luận chương 2.....	131

**Chương 3. ĐỊNH HƯỚNG VÀ GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ
BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM.....132**

3.1. Những định hướng cơ bản nhằm hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành
chứng khoán ở Việt Nam.....133

3.2. Các giải pháp chủ yếu hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán
ở Việt Nam hiện nay.....139

Kết luận chương 3.....162

KẾT LUẬN163

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

PHỤ LỤC

MỞ ĐẦU

1. Lí do chọn đề tài

Lịch sử phát triển thị trường vốn trên thế giới cho thấy vai trò đặc biệt quan trọng của hoạt động BLPHCK đối với quá trình chào bán chứng khoán để huy động vốn của các chủ thể trong nền kinh tế, từ phía Chính phủ cho đến các doanh nghiệp. Tại những nước có TTCK phát triển, BLPHCK luôn gắn liền với các đợt chào bán chứng khoán ra công chúng. Không chỉ hỗ trợ đảm bảo sự thành công cho các đợt chào bán, tổ chức thực hiện hoạt động BLPHCK còn được coi là “người gác cổng” (gatekeeper), thay mặt nhà nước bảo vệ lợi ích cho các NĐT trên thị trường và giúp đảm bảo sự ổn định của TTCK.

Thực tiễn tại Việt Nam, trải qua hơn hai mươi năm hình thành và phát triển, cho đến nay, TTCK đã có những bước phát triển nhất định. Trên cơ sở số liệu công bố của các cơ quan quản lý nhà nước, có thể khẳng định, TTCK Việt Nam đã dần trở thành kênh huy động vốn quan trọng cho các doanh nghiệp bên cạnh kênh tín dụng truyền thống. Mục tiêu phát triển một thị trường tài chính cân bằng, đồng bộ của Đảng và Nhà nước đang từng bước trở thành hiện thực. Trong kết quả đáng ghi nhận đó lại cho thấy vai trò vô cùng mờ nhạt của hoạt động BLPHCK. Điều này không theo tiến trình phát triển thị trường vốn thông thường trên thế giới. Hoạt động BLPHCK gần như “đóng băng” tại thị trường Việt Nam. Tính đến thời điểm 31/12/2021, có 57 CTCK được cấp phép nghiệp vụ BLPHCK trong tổng số 83 CTCK đang hoạt động nhưng chỉ có 01 đợt chào bán cổ phần ra công chúng được BLPHCK trong năm 2020 và 2021. Sự bùng nổ của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong 03 năm trở lại đây cùng với sự gia tăng ngày càng nhiều các đợt chào bán cổ phần ra công chúng trước đó đã dẫn đến hệ lụy đáng báo động về nguy cơ mất khả năng thanh toán của các doanh nghiệp phát hành trái phiếu và khả năng quản lý, kiểm soát hành vi của các chủ thể chào bán. Bằng chứng nhãn tiền là vụ trái phiếu của Tân Hoàng Minh và APEC Group hay vụ thao túng giá chứng khoán của nhóm công ty FLC. Hệ lụy nghiêm trọng nhất không phải là thiệt hại vật chất cho những NĐT trên thị trường mà là niềm tin của họ vào tính minh bạch của thị trường. Trước thực trạng như vậy, câu hỏi được nhiều nhà đầu tư quan tâm là xác định vai trò, trách nhiệm của các CTCK với tư cách là đơn vị tư vấn hồ sơ, đơn vị bảo lãnh phát hành như thế nào.

Ở góc độ pháp luật, sự ra đời của thể hệ Luật Chứng khoán thứ hai cùng hệ thống các văn bản hướng dẫn thi hành bắt đầu có hiệu lực từ ngày 01/01/2021 đã tạo khuôn khổ pháp lý tương đối đầy đủ, đồng bộ, thống nhất, phù hợp với thực tiễn phát

sinh và tiệm cận dần thông lệ quốc tế, bảo đảm nền tảng pháp lý cần thiết cho giai đoạn phát triển mới của TTCK. Tuy nhiên, nội dung pháp luật về BLPHCK không có nhiều thay đổi nếu xem xét một cách toàn diện từ ngày TTCK chính thức hoạt động cho đến nay. Những hạn chế, bất cập tồn tại trong thời gian dài chưa được hoàn thiện và trong điều kiện thị trường mới càng bộc lộ thêm những bất cập mới, gây khó khăn cho quá trình áp dụng. BLPHCK là hoạt động KDCK có mức độ rủi ro cao. Hành lang pháp lý không đầy đủ và vững chắc càng tạo tâm lí e dè và sợ hãi cho các chủ thể thực hiện.

Ở góc độ nghiên cứu, trong phạm vi tìm hiểu của nghiên cứu sinh, có khá nhiều công trình, đặc biệt công trình nước ngoài, nghiên cứu về hoạt động BLPHCK. Tuy nhiên, đa số các công trình nghiên cứu dưới góc độ kinh tế hoặc mang tính đơn lẻ về từng vấn đề. Cho đến nay, chưa có một công trình khoa học nghiên cứu một cách bao quát, toàn diện về các vấn đề lí luận và thực tiễn về pháp luật BLPHCK.

Xuất phát từ những lí do trên, việc tập trung nghiên cứu lí luận và thực tiễn vấn đề pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam có tính cấp thiết, đặc biệt trong bối cảnh TTCK đang có sự bất ổn nhất định liên quan đến các đợt chào bán chứng khoán nhằm huy động vốn của các doanh nghiệp. Do đó, nghiên cứu sinh đã quyết định lựa chọn đề tài “*Pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam*” làm đề tài nghiên cứu luận án tiến sĩ luật học của mình.

2. Mục đích và nhiệm vụ nghiên cứu

Mục đích nghiên cứu của Luận án là xây dựng cơ sở lí luận về hoạt động BLPHCK và pháp luật về BLPHCK, đánh giá thực trạng quy định pháp luật hiện hành, trên cơ sở đó đề xuất các giải pháp hoàn thiện. Luận án hướng đến mục tiêu tạo cơ sở pháp lý hoàn thiện góp phần thúc đẩy hoạt động BLPHCK phát triển trước yêu cầu của thực tiễn đồng thời nâng cao hiệu quả quản lý tương ứng hoạt động này.

Để đạt được mục đích nghiên cứu nêu trên, Luận án xác định các nhiệm vụ nghiên cứu sau:

- Nghiên cứu đưa ra khái niệm về hoạt động BLPHCK, chỉ ra đặc điểm đặc thù của BLPHCK so với các hoạt động KDCK khác, xác định được bản chất kinh tế và bản chất pháp lý của BLPHCK, làm rõ các vấn đề về nội dung hoạt động BLPHCK, cách thức phân loại và vấn đề tổ hợp bảo lãnh. Đặc biệt, tập trung làm sáng tỏ vai trò quan trọng của BLPHCK đối với sự phát triển của thị trường vốn.

- Nghiên cứu, xác định các nguyên tắc pháp lý cần tuân thủ trong quá trình xây dựng pháp luật về BLPHCK và cấu trúc của bộ phận pháp luật này.

- Nghiên cứu nội dung pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam để làm rõ các ưu điểm và hạn chế, bất cập, bao gồm các nhóm quy định về chủ thể thực hiện BLPHCK, nội dung hoạt động BLPHCK, các phương thức thực hiện, hình thức pháp lý, giới hạn an toàn và nội dung quản lý nước về hoạt động BLPHCK.

- Đưa ra các giải pháp hoàn thiện pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam, đảm bảo tính khả thi, đáp ứng yêu cầu của thực tiễn và phù hợp với bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Về đối tượng nghiên cứu của Luận án được xác định như sau:

- Các quan điểm khoa học, học thuyết pháp lý của các tác giả trong nước và ngoài nước đã công bố trong các công trình nghiên cứu;

- Hệ thống các quy định pháp luật về BLPHCK, bao gồm: Luật Chứng khoán và các văn bản hướng dẫn thi hành, Luật Doanh nghiệp, Luật Thương mại và các nguyên tắc của IOSCO;

- Thực tiễn hoạt động BLPHCK của các CTCK tại thị trường Việt Nam thông qua phân tích và tổng hợp các số liệu báo cáo.

Về phạm vi nghiên cứu của Luận án:

- Luận án tập trung nghiên cứu các vấn đề lý thuyết về bảo lãnh phát hành chứng khoán, cũng như các quy định pháp luật điều chỉnh hoạt động BLPHCK từ khi Luật chứng khoán số 54/2019/QH14 có hiệu lực cho đến nay. Trong đó, tập trung chủ yếu nghiên cứu pháp luật về BLPHCK đối với chứng khoán được chào bán theo phương thức chào bán ra công chúng. Tuy vậy, do giới hạn về thời gian thực thi Luật chứng khoán quá ngắn, để đảm bảo tính thuyết phục cho những luận điểm đánh giá về thực trạng pháp luật hiện hành, nghiên cứu sinh sẽ tiến hành nghiên cứu và so sánh ở mức độ nhất định với các quy định pháp luật trước đó.

- Luận án không nghiên cứu nội dung pháp luật về BLPHCK đối với trái phiếu Chính phủ bởi tính chất đặc thù của loại chứng khoán này.

4. Phương pháp nghiên cứu

Trong quá trình nghiên cứu đề tài, dựa trên phương pháp luận duy vật biện chứng và duy vật lịch sử, nghiên cứu sinh sử dụng phối hợp các phương pháp nghiên cứu cơ bản như: phương pháp suy luận logic; phương pháp phân tích; phương pháp so sánh; phương pháp tổng hợp; phương pháp tiếp cận lịch sử; phương pháp phỏng đoán khoa học... Các phương pháp này được sử dụng một cách linh hoạt, phù hợp với từng nội dung nghiên cứu của Luận án.

Cụ thể:

- Tại phần I về tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án, nghiên cứu sinh chủ yếu sử dụng phương pháp tổng hợp nhằm đánh giá một cách toàn diện, chính xác về thực trạng kết quả nghiên cứu các vấn đề liên quan đến đề tài luận án. Trên cơ sở đó xác định hướng nghiên cứu của đề tài luận án dựa trên sự kế thừa và phát triển các kết quả nghiên cứu của các công trình khoa học đã được công bố của các tác giả khác ở trong và ngoài nước. Đồng thời, tác giả cũng kết hợp với phương pháp phân tích để đưa ra những đánh giá, kết luận về tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án.

- Tại chương 1 (phần II), khi nghiên cứu các vấn đề lí luận về BLPHCK và pháp luật về BLPHCK, nghiên cứu sinh sử dụng phương pháp tiếp cận lịch sử để từ đó có cái nhìn tổng quan, chân thực, chính xác về quá trình hình thành và phát triển của hoạt động BLPHCK. Bên cạnh đó, tác giả luận án cũng sử dụng kết hợp với phương pháp phân tích và phương pháp so sánh để nghiên cứu các luận điểm về các vấn đề thuộc nội dung lí luận về BLPHCK. Trên cơ sở đó, tiếp tục sử dụng phương pháp tổng hợp rút ra những kết luận và khẳng định quan điểm của nghiên cứu sinh về vấn đề nghiên cứu.

- Tại chương 2 (phần II) nghiên cứu thực trạng pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam, phương pháp phân tích được sử dụng chủ đạo giúp đưa ra những đánh giá sâu sắc, toàn diện về thực trạng các quy định pháp luật trước những yêu cầu, đòi hỏi của thực tiễn. Ngoài ra, nghiên cứu sinh kết hợp dùng phương pháp so sánh trong việc nghiên cứu so sánh, tham khảo kinh nghiệm lập pháp của một số nước trên thế giới đối với hoạt động BLPHCK để đánh giá về mức độ phù hợp với thông lệ quốc tế của pháp luật Việt Nam.

- Tại chương 3 (phần II) nghiên cứu về việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam, nghiên cứu sinh đặc biệt sử dụng phương pháp phỏng đoán khoa học để đưa ra các giải pháp nhằm hoàn thiện pháp luật về BLPHCK và dùng phương pháp phân tích, tổng hợp, so sánh để tạo dựng những luận cứ cần thiết cho những đề xuất, kiến nghị hoàn thiện pháp luật.

5. Đóng góp mới của Luận án

- Luận án đã nghiên cứu một cách có hệ thống các vấn đề lí luận về BLPHCK. Theo đó, luận án đã làm rõ bản chất của hoạt động BLPHCK khác hoàn toàn với bảo lãnh trong khoa học luật dân sự thông qua việc khẳng định, BLPHCK là một hoạt động kinh doanh thương mại đặc thù và dưới góc độ pháp lý, là một hợp đồng dịch

vụ trong lĩnh vực chứng khoán được giao kết giữa TCBL và TCPH. Luận án cũng đã chỉ ra 06 điểm đặc thù của BLPHCK so với các hoạt động KDCK khác, bao gồm: 1) Là hoạt động phái sinh từ hoạt động phát hành chứng khoán; 2) Có tính chất của hoạt động bảo hiểm; 3) Là hoạt động KDCK có tính rủi ro cao nhất; 4) Là hoạt động KDCK hỗn hợp; 5) NĐT là chủ thể “ẩn danh” trong quan hệ BLPHCK và 6) Chủ thể thực hiện thường phải tuân thủ các giới hạn an toàn. Việc làm rõ bản chất và đặc thù của BLPHCK là cơ sở quan trọng để thiết kế, xây dựng các quy định pháp luật điều chỉnh phù hợp và xác định các nội dung của hoạt động BLPHCK. Trong luận án, vai trò của hoạt động BLPHCK cũng được tập trung nghiên cứu một cách toàn diện, dưới nhiều góc độ. Đặc biệt, luận án kế thừa lí luận về vai trò “người gác cổng” của chủ thể thực hiện BLPHCK để nghiên cứu phát triển trong điều kiện TTCK Việt Nam. Từ kết quả nghiên cứu các vấn đề lí luận về BLPHCK, luận án đã xây dựng được khung lí luận pháp luật về BLPHCK với hai nội dung lí luận quan trọng, gồm các nguyên tắc pháp lí cơ bản xây dựng pháp luật về BLPHCK và cấu trúc pháp luật về BLPHCK.

- Luận án đã đánh giá toàn diện và tổng thể thực trạng pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam trong bối cảnh tình hình mới, trọng tâm vào các nhóm quy định về chủ thể, nội dung bảo lãnh, hợp đồng BLPHCK, giới hạn an toàn trong BLPHCK và quản lý nhà nước đối với hoạt động này. Trên cơ sở phân tích các quy định hiện hành, thực tiễn thị trường thông qua các số liệu, vụ việc thực tiễn và so sánh, đối chiếu với pháp luật một số quốc gia trên thế giới, bên cạnh các ưu điểm, luận án đã làm rõ những bất cập, hạn chế của pháp luật về BLPHCK theo từng nhóm nội dung nêu trên. Cụ thể là những bất cập trong quy định vốn điều lệ tối thiểu của công ty chứng khoán (cách thức quy định chưa hợp lý và mức vốn tối thiểu thấp); quy định về nội dung nghiệp vụ BLPHCK và các phương thức BLPHCK còn chưa đầy đủ, rõ ràng; quy định về nội dung và hình thức của hợp đồng BLPHCK còn sơ sài, không hợp lý; các giới hạn an toàn đặt ra cho hoạt động BLPHCK chưa bao quát hết phạm vi rủi ro và nội dung quản lý nhà nước (địa vị của cơ quan quản lý và các biện pháp quản lý) đối với hoạt động BLPHCK vẫn còn bất cập, làm giảm hiệu quả của công tác quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK. Những bất cập, hạn chế này đã tồn tại trong thời gian dài, là một trong những nguyên nhân dẫn đến tình trạng hoạt động BLPHCK gần như “đóng băng” trên TTCK Việt Nam trong hơn hai mươi năm hoạt động. Kết quả nghiên cứu cho thấy, việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK là yêu cầu cấp thiết hiện nay.

- Luận án đã đưa ra một cách có hệ thống những giải pháp, kiến nghị có tính khả thi cao, nhằm hoàn thiện pháp luật về BLPHCK, phù hợp với nhu cầu thực tiễn và thông lệ quốc tế, góp phần hoàn thiện hệ thống pháp luật về TTCK Việt Nam trong bối cảnh mới. Đó là các kiến nghị nhằm hoàn thiện quy định về chủ thể thực hiện; hoàn thiện quy định về nội dung nghiệp vụ và các phương thức bảo lãnh; hoàn thiện quy định về hình thức pháp lý của BLPHCK; hoàn thiện quy định về giới hạn an toàn trong hoạt động BLPHCK và hoàn thiện quy định về quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK. Có thể nói, đây là những giải pháp có nhiều tính ứng dụng trong thực tiễn, góp phần xây dựng được một hành lang pháp lý đầy đủ và vững chắc cho hoạt động BLPHCK phát triển.

6. Ý nghĩa khoa học và tính thực tiễn của đề tài

Kết quả nghiên cứu của đề tài có ý nghĩa khoa học và thực tiễn sau đây:

Về ý nghĩa khoa học, kết quả nghiên cứu của luận án sẽ làm rõ hơn một số vấn đề lí luận về BLPHCK và pháp luật về BLPHCK. Bên cạnh đó, thực trạng các quy định hiện hành về BLPHCK tại Việt Nam cũng được phân tích và đánh giá một cách cụ thể và có hệ thống. Trên cơ sở những hạn chế, bất cập còn tồn tại, luận án đề xuất những kiến nghị, giải pháp có tính khả thi nhằm hoàn thiện bộ phận pháp luật này.

Ngoài ý nghĩa khoa học, kết quả nghiên cứu của đề tài còn có tính ứng dụng thực tiễn. Luận án đóng góp những luận cứ khoa học cho yêu cầu hoàn thiện pháp luật về BLPHCK nói riêng và hoàn thiện pháp luật về KDCK nói chung. Đồng thời, là tài liệu tham khảo, cung cấp kiến thức về mặt lí luận và thực tiễn pháp lý một cách toàn diện và bao quát về hoạt động BLPHCK, giúp cho các chủ thể trên TTCK có cơ hội hiểu rõ hơn về hoạt động BLPHCK từ đó góp phần nâng cao hiệu quả áp dụng pháp luật.

7. Kết cấu của luận án

Ngoài phần mở đầu, phần kết luận, phụ lục và danh mục tài liệu tham khảo, luận án triển khai theo kết cấu gồm 2 phần, trong đó:

Phần thứ nhất: Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án.

Phần thứ hai: Các chương của luận án, bao gồm:

Chương 1: Những vấn đề lí luận về BLPHCK và pháp luật về BLPHCK

Chương 2: Thực trạng pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam.

Chương 3: Định hướng và giải pháp hoàn thiện pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam hiện nay.

Phần thứ nhất
TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN
ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

I. KHÁI QUÁT TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN CÁC VẤN
ĐỀ NGHIÊN CỨU CỦA ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

1. Các công trình nghiên cứu trong nước liên quan đến các vấn đề nghiên cứu của đề tài luận án

1.1. Các công trình nghiên cứu trong nước về hoạt động kinh doanh chứng khoán và pháp luật điều chỉnh hoạt động kinh doanh chứng khoán

Trước hết, cần kể đến các công trình nghiên cứu ở cấp độ luận án tiến sĩ, được các tác giả tiếp cận dưới hai góc độ chủ yếu là kinh tế học và luật học. Có thể kể đến một số công trình luận án tiêu biểu như:

- Luận án tiến sĩ kinh tế của tác giả Trần Đăng Khâm (2002), Đại học Kinh tế quốc dân, về *“Giải pháp thúc đẩy sự tham gia của các trung gian tài chính trong tiến trình xây dựng và phát triển TTCK ở Việt Nam”*. Trong luận án này, phạm vi các trung gian tài chính được tác giả xem xét khá rộng, bao gồm các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, CTCK và các quỹ đầu tư, thực hiện hai nhóm hoạt động chính là phát hành chứng khoán và KDCK (BLPHCK, môi giới, tư vấn, lưu ký và tự doanh). Vai trò của từng loại trung gian tài chính đối với sự phát triển của TTCK đã được phân tích khá cụ thể trong công trình. Tuy nhiên, do phạm vi nghiên cứu khá rộng lại nhìn nhận dưới góc độ chủ thể thực hiện với mục đích đưa ra các giải pháp trong bối cảnh TTCK Việt Nam mới đi vào hoạt động, công trình không còn đảm bảo tính thời sự và giá trị tham khảo bị nhiều giới hạn.

- Luận án tiến sĩ kinh tế của tác giả Lê Thị Lan Hương (2008), Đại học Kinh tế quốc dân về đề tài *“Phát triển hoạt động của công ty chứng khoán ở Việt Nam”*. Luận án đã tập trung phân tích thực trạng hoạt động của các CTCK để tìm ra những hạn chế, nguyên nhân dẫn tới hoạt động của các CTCK ở Việt Nam chưa phát triển, từ đó đề xuất một số giải pháp cũng như các điều kiện thực thi. Các hoạt động của CTCK được tập trung nghiên cứu bao gồm hoạt động tự doanh, hoạt động môi giới, BLPHCK, tư vấn đầu tư chứng khoán, thông qua các chỉ tiêu phản ánh sự phát triển về doanh thu, giá trị giao dịch, trên cơ sở phân tích các nhân tố chủ quan (loại hình tổ chức, qui mô vốn, nguồn nhân lực, cơ sở vật chất, trình độ quản lý) và khách quan (sự ổn định kinh tế chính trị, sự phát triển của TTCK, hệ thống pháp luật...) ảnh hưởng tới sự phát triển của các hoạt động này. Tuy vậy, đối tượng nghiên cứu của

công trình được xem xét trong khoảng thời từ năm 2000 đến năm 2007, giai đoạn đầu TTCK Việt Nam chính thức đi vào hoạt động, đặt trong bối cảnh các điều kiện kinh tế-xã hội tại thời kì đó, cho đến nay đã không còn đảm bảo tính cập nhật. Mặt khác, là một nghiên cứu kinh tế, khía cạnh pháp luật chỉ được đề cập như một yếu tố tác động, do đó thiếu tính cụ thể. Song, công trình có giá trị tham khảo nhất định đối với nghiên cứu sinh, đã cung cấp cho nghiên cứu sinh bức tranh tổng thể về tình hình hoạt động của các CTCK ở Việt Nam trong những năm đầu thành lập, trong đó có hoạt động BLPHCK.

- Luận án tiến sĩ kinh tế của tác giả Hoàng Thị Bích Hà (2018), Học viện Tài chính về đề tài “*An toàn tài chính của các công ty chứng khoán Việt Nam*”. Trong luận án, những vấn đề lí luận về ATTC của CTCK như sự cần thiết phải đảm bảo ATTC của CTCK, tiêu chí đánh giá ATTC của CTCK, xây dựng hệ thống các chỉ tiêu đánh giá ATTC của CTCK và những nhân tố ảnh hưởng đến ATTC của CTCK đã được phân tích và làm rõ, giúp nghiên cứu sinh có cái nhìn hệ thống về ATTC của CTCK, làm cơ sở phục vụ cho quá trình nghiên cứu sinh nghiên cứu nội dung pháp luật về các giới hạn an toàn cho hoạt động BLPHCK. Bên cạnh đó, tác giả tiến hành phân tích một cách có hệ thống về thực trạng ATTC của các CTCK Việt Nam giai đoạn từ năm 2012 đến 2016 theo từng nhóm chỉ tiêu đánh giá, so sánh chuẩn mực đánh giá của Việt Nam và thông lệ quốc tế, từ đó đưa ra những giải pháp áp dụng đảm bảo an toàn cho các CTCK. Tuy nhiên, Thông tư số 226/2010/TT-BTC là cơ sở để tác giả đối chiếu khi đánh giá mức độ ATTC của các CTCK Việt Nam, đến nay đã hết hiệu lực và được thay thế lần lượt bởi hai văn bản, Thông tư số 87/2017/TT-BTC và Thông tư số 91/2020/TT-BTC. Cùng với đó, dữ liệu về CTCK được sử dụng để phân tích, đánh giá đã cách đây khá lâu. Do vậy, công trình không đảm bảo tính cập nhật. Ngoài ra, nội dung pháp lý cũng chưa được nghiên cứu thấu đáo do chỉ được đề cập như một yếu tố cấu thành của đề tài nghiên cứu.

- Luận án tiến sĩ luật học của tác giả Phạm Thị Giang Thu (2002), Đại học Luật Hà Nội về đề tài “*Xây dựng và hoàn thiện khung pháp luật Thị trường chứng khoán ở Việt Nam*”. Đây là công trình nghiên cứu dưới góc độ luật học mang tính điển hình và có giá trị tham khảo về mặt lí luận rất lớn đối với nghiên cứu sinh. Mặc dù công trình đã hoàn thành từ hai mươi năm trước nhưng có thể khẳng định, những nghiên cứu mang tính lí luận về khái niệm, đặc điểm, vai trò của khung pháp luật TTCK cũng như việc xác định các nguyên tắc pháp lý cơ bản của khung pháp luật TTCK ở Việt Nam được đề cập trong luận án vẫn được xem là những kiến thức nền tảng, làm cơ

sở cho việc triển khai những công trình nghiên cứu sau này về thị trường chứng khoán và pháp luật TTCK. Tác giả đã chỉ ra hệ thống các nguyên tắc pháp lý, bao gồm: nguyên tắc đảm bảo quyền tự do sở hữu, nguyên tắc tự do kinh doanh, nguyên tắc tự do cạnh tranh, nguyên tắc thực hiện sự can thiệp của nhà nước vào thị trường và nguyên tắc đảm bảo vận hành TTCK tập trung. Đồng thời, tác giả phân tích khá rõ nội dung yêu cầu chuyển hoá từng nguyên tắc vào các bộ phận cấu thành khung pháp luật về TTCK. Hệ thống những nguyên tắc pháp lý này chi phối toàn bộ các bộ phận pháp luật TTCK, trong đó có bộ phận pháp luật về KDCK mà cấu thành nhỏ hơn của bộ phận này là pháp luật điều chỉnh hoạt động BLPHCK. Trong công trình nghiên cứu của mình, nghiên cứu sinh sẽ dựa vào những nguyên tắc pháp lý này như một trong những cơ sở để phân tích, đánh giá thực trạng quy định pháp luật hiện hành về BLPHCK.

- Luận án tiến sĩ luật học của tác giả Nguyễn Thị Thuận (2009), Khoa Luật trường Đại học Quốc gia Hà Nội về đề tài “*Hoàn thiện pháp luật về các tổ chức KDCK trên TTCK tập trung ở Việt Nam*”. Đây là công trình khoa học nghiên cứu có tính hệ thống về những vấn đề lí luận và thực tiễn pháp luật về các tổ chức KDCK, bao gồm CTCK và công ty quản lý quỹ. Tác giả đã xác định tương đối đầy đủ các nhóm quy định cấu thành quan trọng nhất của pháp luật về các tổ chức KDCK và tập trung phân tích cơ sở lí luận, thực trạng pháp lý và giải pháp hoàn thiện cho từng nhóm quy định đó. Đồng thời, tác giả đã nghiên cứu tương đối có hệ thống kinh nghiệm lập pháp cũng như tình hình tổ chức, hoạt động của các tổ chức KDCK ở một số nước trên thế giới, qua đó rút ra bài học để vận dụng vào thực tiễn Việt Nam. Cũng giống như một số công trình nghiên cứu khác, phạm vi nghiên cứu của đề tài khá rộng dẫn đến nội dung pháp luật về hoạt động BLPHCK do CTCK thực hiện được đề cập ở mức khái quát cao, các nội dung cụ thể của pháp luật liên quan đến hoạt động BLPHCK không được đề cập. Bên cạnh đó, công trình hoàn thành vào năm 2009, một số quy định pháp luật về tổ chức và hoạt động của CTCK cũng như thực tiễn hoạt động và bối cảnh kinh tế xã hội cho đến nay đã có nhiều thay đổi nên cơ sở đánh giá của luận án đã không còn đảm bảo tính cập nhật. Tuy nhiên, những nghiên cứu về mặt lí luận liên quan đến nhóm quy định điều kiện thành lập và nhóm quy định về thanh tra, giám sát và xử lý vi phạm đối với các CTCK sẽ được nghiên cứu sinh tham khảo trong quá trình nghiên cứu đề tài. Nghiên cứu sinh cũng tiếp thu đề xuất xây dựng mô hình thành lập các tập đoàn KDCK của tác giả để tiếp tục đánh giá trên cơ sở quy định pháp luật hiện hành và điều kiện cho phép của thị trường.

- Luận án tiến sĩ luật học của tác giả Nguyễn Minh Hằng (2010), Đại học Luật Hà Nội, về đề tài “*Pháp luật về chào bán cổ phần của công ty cổ phần ở Việt Nam - những vấn đề lý luận và thực tiễn*”. Trong công trình nghiên cứu, quan hệ pháp luật về chào bán cổ phần được tác giả nghiên cứu theo nghĩa hẹp, bao gồm các quan hệ xã hội phát sinh trong quá trình chuẩn bị chào bán, tổ chức thực hiện chào bán và xác nhận kết quả chào bán cổ phần. CTCK thực hiện hoạt động BLPCHK được tác giả tiếp cận dưới góc độ là một bên chủ thể trung gian, hỗ trợ quá trình chào bán, bên cạnh hai chủ thể chính là tổ chức chào bán và NĐT. Thông qua phân tích đặc thù của phương thức chào bán cổ phần ra công chúng, tác giả đã khẳng định vai trò quan trọng của hoạt động BLPCHK đối với phương thức chào bán này. Tuy nhiên, do giới hạn đề tài nghiên cứu, luận án chưa đề cập sâu đến trách nhiệm của TCBL trong quy trình chào bán chứng khoán trong đó có trách nhiệm liên quan đến tính chính xác của thông tin trong hồ sơ chào bán. Mặt khác, do chỉ là một yếu tố cấu thành đối tượng nghiên cứu của luận án nên nhiều vấn đề khác liên quan đến nội dung pháp luật về BLPCHK chưa được đề cập cụ thể, như về điều kiện bảo lãnh, các phương thức bảo lãnh, tổ hợp bảo lãnh... Một trong những giải pháp hoàn thiện pháp luật được tác giả đề xuất quy định theo hướng bắt buộc phải có TCBL trong mọi trường hợp chào bán chứng khoán ra công chúng nhằm đảm bảo thành công cho đợt chào bán. Nghiên cứu sinh nhận thấy đây là giải pháp mang tính lâu dài, có giá trị tham khảo và cần được nghiên cứu sâu hơn về khía cạnh pháp lý, đặt trong điều kiện thực tế của thị trường chứng khoán và nhu cầu phát triển kinh tế xã hội hiện nay ở Việt Nam.

Thứ hai, cần kể đến các công trình nghiên cứu ở cấp độ và thể loại là các sách tham khảo, chuyên khảo, các đề tài nghiên cứu đã công bố có liên quan đến chủ đề của đề tài luận án. Có thể kể đến một số công trình tiêu biểu về các thể loại này như:

- Sách chuyên khảo của tác giả Phạm Thị Giang Thu về chủ đề “*Một số vấn đề về pháp luật chứng khoán và TTCK ở Việt Nam*” (2004), NXB Chính trị quốc gia. Đây là ấn phẩm được chuyển thể từ công trình nghiên cứu là luận án tiến sĩ của chính tác giả, có sự điều chỉnh lại về cấu trúc và cách thức trình bày cho phù hợp với thể loại là sách tham khảo, chuyên khảo;

- Công trình nghiên cứu ở cấp cơ sở (UBCKNN) của tác giả Lê Thị Thu Hằng (2015) về đề tài: “*Xây dựng cơ chế quản lý chào bán chứng khoán ra công chúng dựa trên công bố thông tin đầy đủ*”. Trong công trình, tác giả đã đánh giá ưu nhược của từng cơ chế quản lý hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng (cơ chế dựa theo chất lượng và cơ chế dựa trên công bố thông tin), đồng thời khẳng định xu hướng áp

dụng cơ chế quản lý dựa trên công bố thông tin thông qua phân tích kinh nghiệm áp dụng tại một thị trường tiêu biểu như Mỹ, Malaysia, Singapore và Bangladesh, từ đó rút ra những bài học cho Việt Nam. Một trong những điểm khác biệt của cơ chế quản lý dựa trên công bố thông tin là sự tham gia bắt buộc của TCBL vào quá trình chào bán chứng khoán, với trách nhiệm thẩm định tính chính xác của thông tin trong hồ sơ chào bán. Với lợi thế công tác tại Vụ quản lý phát hành chứng khoán thuộc UBCKNN, tác giả công trình đã chỉ ra những tồn tại, bất cập của cơ chế quản lý dựa theo chất lượng đang áp dụng tại thị trường Việt Nam dựa trên thực tiễn công tác quản lý để trên cơ sở những đánh giá về điều kiện chuyển đổi, đề xuất một lộ trình chuyển đổi cơ chế quản lý khá chi tiết và bài bản. Nhìn chung, những phân tích, đánh giá và đề xuất của công trình có giá trị tham khảo và có điểm tương đồng với quan điểm của nghiên cứu sinh. Tuy nhiên, công trình được hoàn thành trước khi thể hệ thứ hai Luật chứng khoán ra đời, do vậy, nghiên cứu sinh tiếp thu những kết quả nghiên cứu này và tiếp tục đánh giá trên cơ sở quy định hiện hành.

- Công trình nghiên cứu của tác giả Lê Sử Năng (2020) về đề tài: “*Ứng dụng hệ thống giám sát trên cơ sở rủi ro đối với các CTCK tại Việt Nam*” ở cấp cơ sở (UBCKNN). Công trình được tác giả nghiên cứu dựa trên quy định của Luật chứng khoán mới với đòi hỏi việc giám sát CTCK phải được nâng lên một tầm mới để phù hợp và đáp ứng sự phát triển chung của thị trường. Những phân tích, đánh giá về công tác giám sát CTCK hiện nay, sự hạn chế của phương pháp giám sát tuân thủ và đề xuất các giải pháp hoàn thiện công tác giám sát dựa trên rủi ro của các CTCK thể hiện trong công trình đảm bảo tính cập nhật, bám sát thực tiễn thị trường. Mặc dù pháp lý chỉ là một khía cạnh được công trình đề cập tới nhưng kết quả nghiên cứu của công trình có giá tham khảo quan trọng với nghiên cứu sinh khi nghiên cứu về nội dung pháp luật quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPCHK.

Có thể nói, TTCK và pháp luật về TTCK luôn là đề tài được nhiều nhà khoa học trong nước quan tâm bởi vai trò và tính thời sự của nó. Tuy các công trình nêu trên không nghiên cứu chuyên sâu pháp luật về BLPCHK nhưng những quan điểm, lí luận chung về pháp luật điều chỉnh hoạt động KDCK, giám sát CTCK, khung pháp luật về TTCK hay pháp luật về chào bán chứng khoán được đề cập trong các công trình là nguồn tài liệu quý giá để nghiên cứu sinh tham khảo và tiếp thu, phục vụ cho quá trình nghiên cứu đề tài luận án của mình.

1.2. Các công trình nghiên cứu trong nước về hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán và pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán

Một số công trình đề cập đến hoạt động BLPHCK dưới góc độ hoạt động ngân hàng đầu tư. Có thể kể đến một số công trình nghiên cứu tiêu biểu như:

- Sách tham khảo với tiêu đề: “*Cẩm nang Ngân hàng đầu tư*”, NXB Thống kê của tác giả Mạc Quang Huy (2009). Công trình đề cập tương đối toàn diện và sinh động các vấn đề liên quan đến ngân hàng đầu tư như mô hình tổ chức hoạt động, các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, các loại hình sản phẩm, quy trình quản lý rủi ro cùng các thông lệ tiên tiến nhất trên thế giới. Ngoài ra, tác giả cũng giới thiệu khung pháp lý về ngân hàng đầu tư tại Mỹ như một mô hình kiểu mẫu, đồng thời chỉ ra xu hướng phát triển ngành ngân hàng đầu tư trong tương lai, và cuối cùng phân tích tiềm năng phát triển ngân hàng đầu tư tại Việt Nam. Do phạm vi nghiên cứu của công trình khá rộng nên BLPHCK, với tư cách một trong những nghiệp vụ của ngân hàng đầu tư, chưa được phân tích sâu, mặt khác, khía cạnh pháp lý không được đề cập nhiều.

- Giáo trình “*Ngân hàng Đầu tư*” của tác giả Lê Tấn Phước (2015), Đại học Kinh tế thành phố Hồ Chí Minh, NXB Kinh tế TP. Hồ Chí Minh cũng đề cập đến các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, trong đó có BLPHCK. Do mục đích của công trình phục vụ cho công tác giảng dạy đại học nên mức độ nghiên cứu chỉ dừng ở các kiến thức cơ bản. Tuy vậy, cả hai nghiên cứu đều có ý nghĩa nhất định đối với nghiên cứu sinh khi nghiên cứu về một số vấn đề lý luận về BLPHCK.

Trong phạm vi tìm hiểu của nghiên cứu sinh, không có nhiều công trình nghiên cứu trong nước nghiên cứu chuyên sâu về pháp luật BLPHCK. Dưới đây là số ít công trình đã được nghiên cứu sinh tiếp cận, bao gồm:

- Bài viết “*Bàn về bảo lãnh phát hành trong TTCK*”¹ của tác giả Phạm Thị Giang Thu. Trong nghiên cứu, tác giả tập trung làm rõ ba nội dung về BLPHCK, bao gồm: đưa ra những lý do giải thích cho sự tồn tại của hoạt động BLPHCK; phân tích mô hình chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK theo pháp luật Việt Nam trên cơ sở so sánh với mô hình các nước trên thế giới và xác định những nội dung cơ bản của BLPHCK. Mặc dù bài viết được hoàn thành khi TTCK Việt Nam chưa đi vào hoạt động chính thức nhưng một số phân tích, lập luận về mặt lý luận khi lý giải sự tồn tại của BLPHCK của tác giả có giá trị tham khảo và có sự tương đồng với quan điểm của nghiên cứu sinh.

¹ Phạm Thị Giang Thu (2002), *Bàn về bảo lãnh phát hành trong TTCK*, Tạp chí Luật học, số 1/2000, tr 50-54.

- Đề tài khoa học cấp bộ của tác giả Vũ Kim Liên (2001), Vụ Quản lý phát hành-UBCKNN về vấn đề “*Mô hình tổ chức và hoạt động bảo lãnh phát hành và tư vấn tài chính trên thị trường sơ cấp ở Việt Nam*”. Phạm vi đề tài giới hạn ở việc nghiên cứu lí luận và kinh nghiệm quốc tế về nghiệp vụ BLPHCK và tư vấn tài chính trên thị trường sơ cấp nhằm đưa ra được mô hình tổ chức các nghiệp vụ này ở Việt Nam. Tác giả nghiên cứu đề tài trong điều kiện TTCK Việt Nam mới chính thức hoạt động, khung pháp lý cho toàn bộ hoạt động của TTCK còn chưa hoàn thiện nên nhiều đánh giá và đề xuất không còn phù hợp trong điều kiện thị trường hiện nay. Tuy vậy, trong phạm vi tìm hiểu của nghiên cứu sinh, đây là một trong số ít công trình khoa học tập trung nghiên cứu chuyên sâu về hoạt động BLPHCK dưới góc độ nghiệp vụ kinh doanh để xác định mô hình quản lý. Các nội dung quan trọng liên quan đến BLPHCK đã được đề cập ở mức độ nhất định, như quá trình hình thành và phát triển, chủ thể tham gia, các phương thức bảo lãnh, tài liệu bảo lãnh, hoa hồng, nội dung nghiệp vụ... Đặc biệt, nội dung nghiệp vụ BLPHCK đã được tác giả trình bày khá cụ thể, cùng với việc tham khảo kinh nghiệm về quy trình nghiệp vụ BLPHCK của Mỹ và Thái Lan, từ đó đề xuất quy trình cần thiết áp dụng tại thị trường Việt Nam. Ngoài ra, nghiên cứu còn làm rõ được mối quan hệ cộng hưởng lẫn nhau giữa hai nghiệp vụ, BLPHCK và tư vấn phát hành chứng khoán, là cơ sở để xác định mô hình hoạt động hợp lý cho hai hoạt động nghiệp vụ. Có thể nói, kết quả nghiên cứu của công trình đã giúp nghiên cứu sinh có cái nhìn tổng thể về hoạt động BLPHCK dưới góc độ một nghiệp vụ kinh doanh cần sự điều tiết, quản lý của nhà nước. Bên cạnh đó, đề xuất về quy trình nghiệp vụ BLPHCK của tác giả có ý nghĩa thực tiễn nhất định, nghiên cứu sinh sẽ tiếp thu và tiếp tục xem xét trong điều kiện thị trường hiện tại.

Nhìn chung, có thể nhận thấy, không có nhiều công trình khoa học trong nước nghiên cứu về BLPHCK và pháp luật về BLPHCK. Đa số các công trình đều đề cập đến hoạt động BLPHCK với tư cách một trong những hoạt động KDCK và là một phần của nội dung nghiên cứu về các hoạt động KDCK hoặc hoạt động của CTCK. BLPHCK được đề cập chủ yếu về khía cạnh quy trình nghiệp vụ và thường dừng ở mức độ kiến thức cơ bản. Đối với các công trình khoa học pháp lý có nghiên cứu về BLPHCK, các quy định dẫn chiếu thường không còn đảm bảo tính cập nhật. Mặc dù vậy, đây vẫn là những nguồn tài liệu quý giá và quan trọng cho nghiên cứu sinh tham khảo, kế thừa và phát triển trong luận án nghiên cứu của mình.

2. Các công trình nghiên cứu nước ngoài liên quan đến các vấn đề nghiên cứu của đề tài luận án

Dưới góc độ lịch sử, BLPHCK là hoạt động ngân hàng đầu tư truyền thống, gắn liền với sự hình thành và phát triển của mô hình ngân hàng đầu tư đã có lịch sử hàng trăm năm trên thế giới, điển hình ở Mỹ và Châu Âu. Do vai trò quan trọng của BLPHCK trên thị trường vốn tại các nước này, cho đến nay, có khá nhiều công trình nghiên cứu nước ngoài nghiên cứu về hoạt động BLPHCK và các nội dung pháp luật liên quan đến BLPHCK, đặc biệt các nghiên cứu về thị trường Mỹ, nơi được đánh giá là một trong những thị trường BLPHCK phát triển nhất và là mô hình cho nhiều nước học tập. Trong nội dung này, nghiên cứu sinh tập trung tìm hiểu các công trình nghiên cứu về pháp luật tại Mỹ bởi lịch sử hình thành lâu đời, các bài học từ quá khứ và mô hình áp dụng cho hiện tại cần thiết cho quá trình nghiên cứu về pháp luật BLPHCK ở Việt Nam.

Thứ nhất, các công trình nghiên cứu về một số vấn đề lý luận về BLPHCK

- Giuliano Iannotta (2010), *“Investment Banking”*, được xuất bản bởi Springer, cung cấp một cái nhìn tổng quan về hoạt động ngân hàng đầu tư truyền thống, bao gồm hoạt động BLPHCK cho các đợt chào bán cổ phần (IPOs_ chào bán lần đầu, SEOs_ chào bán bổ sung, rights issues_ phát hành quyền) và trái phiếu; hoạt động tư vấn M&As (mua bán sáp nhập), LBOs (Mua thôn tính dùng đòn bẩy tài chính) và các giao dịch tái cấu trúc khác. Trong cuốn sách, lịch sử ra đời hoạt động BLPHCK với tư cách hoạt động chính của các ngân hàng đầu tư đã được đề cập đến và tác giả tập trung nghiên cứu sâu khía cạnh kỹ thuật của nghiệp vụ BLPHCK, do vậy, công trình mang tính hướng dẫn tham khảo về mặt nghiệp vụ.

- Penghua (2015), *“Initial Public Offerings from the Perspectives of Issuers, Underwriters and Investors: A Review of Financial and Psychological Work”*, Luận án tiến sĩ, Đại học Cologne, Cộng hòa liên bang Đức. Có thể đánh giá, đây là công trình nghiên cứu khá chuyên sâu về hoạt động IPO dưới góc nhìn của ba chủ thể tham gia là TCPH, TCBL và NĐT trên cơ sở phân tích các khía cạnh kinh tế và tâm lý học. Hai hiện tượng chính của IPO được tác giả tập trung nghiên cứu, bao gồm định giá thấp và hiệu quả kém, được coi là kết quả bị ảnh hưởng bởi hai nhóm yếu tố liên quan đến ba bên chủ thể. Cụ thể, nhóm các yếu tố tài chính gồm thông tin bất đối xứng và độ chính xác của thông tin; và nhóm yếu tố tâm lý, gồm các yếu tố nhận thức, tình cảm và xã hội. Nghiên cứu phân tích rất cụ thể và rõ ràng nội dung từng yếu tố và mức độ tác động đến hai hiện tượng. Nhìn chung, công trình thực sự có giá trị tham

khảo quan trọng với nghiên cứu sinh trong quá trình nghiên cứu các vấn đề lí luận về BLPHCK, đặc biệt nội dung tại Chương 2 phân tích về sự tác động của các bên chủ thể đến IPO, đưa ra lí thuyết về đại diện trong IPO, làm rõ lợi ích của các bên tham gia và nội dung về thông tin bất đối xứng giữa TCPH và TCBL, giữa TCPH và NĐT; nội dung tại Chương 4 tập trung nghiên cứu vai trò, chức năng và mức độ ảnh hưởng của tổ hợp bảo lãnh trong các đợt IPO

- Có khá nhiều công trình đề cập đến vai trò của hoạt động BLPHCK theo nhiều góc độ khác nhau. Reinier H. Kraakman (1984), “*Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Controls*”, The Yale Law Journal, Vol.93; Reinier H. Kraakman (1986), “*Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*”, Journal of Law, Economics & Organization, Vol.2, No.1. Hai bài viết của tác giả cung cấp lí thuyết quan trọng về Người gác cổng, làm cơ sở xác định vai trò của chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK trong mối quan hệ với NĐT trên thị trường, từ đó xác định trách nhiệm pháp lý tương ứng của các chủ thể này. Thomas J. Chemmanur and Karthik Krishnan (2012), “*Heterogeneous Beliefs, IPO Valuation, and the Economic Role of the Underwriter in IPOs*”, Financial Management, Vol.41 tập trung phân tích vai trò kinh tế của TCBL trong các đợt IPO. Trên cơ sở phân tích thực nghiệm các đợt IPO những năm 1980, 1990 tại Mỹ, hai tác giả cho rằng vai trò của TCBL là để đạt được mức định giá cao nhất cho các IPO, không phải để giá vốn cổ phần gần với giá trị nội tại, từ đó ủng hộ giả thuyết về sức mạnh thị trường của TCBL và không chấp nhận giả thuyết chứng nhận. Các công trình Harald M. Fischer and Timothy G. Pollock (2004), “*Effects of Social Capital and Power on Surviving Transformational Change: The Case of Initial Public Offerings*”, The Academy of Management Journal, Vol.47, No.4; Timothy G. Pollock (2004), “*The benefits and costs of underwriters’ social capital in the US initial public offerings market*”, Strategic Organization, Vol.2, No.4 dựa vào lí thuyết về vốn xã hội để lí giải về vai trò của TCBL với tư cách một trung gian trên thị trường IPO. TCBL thu thập thông tin về TCPH và các đợt chào bán của họ và chia sẻ thông tin đó cho những NĐT tiềm năng có quan hệ với TCBL. Bằng vốn xã hội của mình, hay nói cách khác, bằng danh tiếng, uy tín, TCBL đã lấp đầy lỗ hổng cấu trúc quan trọng trong thị trường IPO, liên kết TCPH với cộng đồng các NĐT, đồng thời TCBL cũng thu về được lợi nhuận, thể hiện thông qua khoản phí bảo lãnh.

- Lena Chua (1995), “*A Reexamination of the Costs of Firm Commitment and Best Efforts IPOs*”, The Financial Review Vol.30, No.2; Ann Guenther Sherman

(1992), “*The Pricing of Best Efforts New Issues*”, The Journal of Finance, Vol.47, No.2; Craig G. Dunbar (1998), “*The Choice between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers*”, Journal of Financial Intermediation, Vol.7; Oyvind Bohrena, B. Espen Eckbob & Dag Michalsena (1997), “*Why underwrite rights offerings? Some new evidence*”, Journal of Financial Economics Vol.46 đều nghiên cứu về các phương thức BLPHCK với phạm vi nội dung khác nhau. Lena Chua (1995) tìm hiểu lý do tại sao phương thức bảo lãnh với nỗ lực tốt nhất tiếp tục được sử dụng trong các đợt IPO mặc dù TCPH phải chịu chi phí cao hơn so với các TCPH sử dụng phương thức cam kết chắc chắn. Ann Guenther Sherman (1992) phân tích sự khác nhau giữa hai phương thức bảo lãnh, nỗ lực tối đa và cam kết chắc chắn, nghiên cứu thực nghiệm tại thị trường Mỹ và rút ra kết luận rằng, TCPH thường phải định giá chào bán chứng khoán thấp hơn nếu lựa chọn phương thức bảo lãnh với nỗ lực tốt nhất thay vì phương thức cam kết chắc chắn. Trong khi Craig G. Dunbar (1998) giải thích sự lựa chọn giữa phương thức bảo lãnh với nỗ lực tốt nhất và phương thức bảo lãnh với cam kết chắc chắn trên khía cạnh kinh tế, tập trung vào chi phí chào bán gián tiếp, là chi phí khi một đợt chào bán không thành công. Còn Oyvind Bohrena, B. Espen Eckbob & Dag Michalsena (1997) lý giải xu hướng sử dụng phương thức bảo lãnh dự phòng chiếm ưu thế tại các nước có thị trường vốn nhỏ như Na Uy, Canada và các nước Châu Âu, trong khi tại thị trường vốn lớn và phát triển như Mỹ, phương thức bảo lãnh này gần như đã biến mất, thay vào đó là phương thức cam kết chắc chắn.

- Pegaret Pichler & William Wilhelm (2001), “*A Theory of the Syndicate: Form Follows Function*”, The Journal of Finance, Vol.LVI, No.6; Shane A. Corwin and Paul Schultz (2005), “*The Role of IPO Underwriting Syndicates: Underpricing, Certification, and Information Production*”, The Journal of Finance, Vol.LX, No.1; Rajesh P. Narayanan, Kasturi P. Rangan & Nanda K. Rangan (2004), “*The Role of Syndicate Structure in Bank Underwriting*”, Journal of Financial Economics, Vol.72 là một số bài viết tiêu biểu đề cập đến nội dung về tổ hợp bảo lãnh, dưới những góc độ xem xét khác nhau. Pegaret Pichler & William Wilhelm (2001) nghiên cứu nhiều nội dung mang tính lý luận về tổ hợp bảo lãnh, trong đó đặc biệt lý giải cho nhận định vai trò của tổ hợp bảo lãnh vượt ra ngoài việc chia sẻ rủi ro. Theo đó, tùy từng giai đoạn phát triển của thị trường, việc hình thành tổ hợp bảo lãnh để chia sẻ rủi ro chỉ có tầm quan trọng thứ hai, sau vai trò tạo ra danh tiếng về việc đánh giá tốt giá trị của chứng khoán phát hành của tổ hợp. Đồng thời, tác giả cũng đưa ra quan điểm về xu

thể phát triển của khoa học công nghệ sẽ làm giảm vai trò của tổ hợp bảo lãnh do giảm sự phụ thuộc nặng nề của ngành bảo lãnh phát hành vào các mối quan hệ NĐT. Shane A. Corwin and Paul Schultz (2005) đề cập đến sự hình thành và hoạt động của tổ hợp bảo lãnh. Bên cạnh đó, bằng việc sử dụng dữ liệu của hơn 1.600 đợt IPO từ năm 1997 đến năm 2002 trên thị trường Mỹ, thông qua việc sử dụng các phương pháp phân tích kinh tế, nghiên cứu đã chứng minh cho nhận định về các chức năng chính của tổ hợp bảo lãnh: giúp việc định giá chứng khoán chào bán được chính xác hơn, cung cấp chứng nhận bổ sung về chất lượng chứng khoán chào bán, nâng cao hiệu quả hoạt động tạo lập thị trường và tăng phạm vi bao phủ của các nhà phân tích. Cuối cùng, tác giả rút ra kết luận, chính mối quan hệ vừa phối hợp và cạnh tranh nhau giữa các thành viên thuộc tổ hợp bảo lãnh đã tạo ra ưu thế cho tổ hợp bảo lãnh. Đối với Rajesh P. Narayanan, Kasturi P. Rangan & Nanda K. Rangan (2004), trong bối cảnh pháp luật Mỹ nới lỏng quy định cho phép các ngân hàng thương mại được tái gia nhập vào thị trường BLPHCK, nội dung bài viết đề cập đến những xung đột lợi ích khi một ngân hàng thương mại vừa thực hiện hoạt động cho vay vừa thực hiện hoạt động BLPHCK. Nhóm tác giả đưa ra những lập luận để khẳng định vai trò của tổ hợp bảo lãnh như một cam kết đáng tin cậy giúp giảm thiểu rủi ro cho chính ngân hàng thương mại, giảm chi phí phát hành cho chính công ty đi vay và tạo niềm tin cho NĐT trên thị trường.

- Murat M. Binay, Vladimir A. Gatchev, and Christo A. Pirinsky (2007), “*The Role of Underwriter-Investor Relationships in the IPO Process*”, Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol.42, No.3; Benveniste, L. M., and P. A. Spindt (1989), “*How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues*”, Journal of Financial Economics, Vol.24; Sherman, A. E., and S. Titman (2002), “*Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information*”, Journal of Financial Economics, Vol.65: đều đề cập đến mối quan hệ đặc biệt giữa TCBL và các NĐT tổ chức là khách hàng truyền thống ảnh hưởng đến việc định giá chứng khoán của TCBL. Một số tác giả cho rằng, mối quan hệ này sẽ dẫn đến hiện tượng định giá thấp khi thực hiện phương thức dựng sổ để phân bổ chứng khoán; trong khi đó, một số tác giả lại nhận thấy sẽ tối đa hóa tiền bán chứng khoán cho TCPH.

Thứ hai, các công trình nghiên cứu nội dung pháp luật về BLPHCK

- Cuốn sách “*Investment Banking: Institutions, Politics and Law*” của Alan D. Morrison and William J. Wilhelm, Jr, (2007), xuất bản bởi Oxford Scholarship

Online. Công trình cung cấp cơ sở lý luận kinh tế về vai trò thống trị của ngân hàng đầu tư trên thị trường dựa trên lý thuyết thể chế và sử dụng nó để giải thích cả quá trình phát triển lịch sử và những thay đổi gần đây của ngành ngân hàng đầu tư; đưa ra một số lý giải cho sự can thiệp định kỳ bằng pháp luật ở quy mô lớn của nhà nước vào hoạt động của thị trường vốn. Đồng thời, cũng lý giải về quá trình tái cấu trúc lớn của thị trường vốn trong những thập kỷ gần đây để định hướng tương lai có thể xảy ra đối với ngành ngân hàng đầu tư.

- Cuốn sách “*Underwriting Services and the New Issues Market*” của George J. Paapaioannou and Ahmet K. Karagozoglu, (2017), xuất bản bởi Elsevier. Công trình học thuật này cung cấp một cách bao quát, toàn diện về BLPHCK kết hợp giữa thực tiễn và lý thuyết, được cấu trúc theo các giai đoạn của quy trình chào bán chứng khoán, trong đó trình bày các hoạt động và quyết định mà TCPH và ngân hàng đầu tư (với vai trò TCBL) phải thực hiện để tạo thuận lợi cho việc phát hành chứng khoán. Hai tác giả còn đưa ra các lập luận lý thuyết và kết quả nghiên cứu thực nghiệm tại Mỹ và một số nước khác để làm sáng tỏ những hậu quả và hiệu quả của các quyết định được áp dụng. Đồng thời, nghiên cứu còn cung cấp cho các chủ ngân hàng đầu tư và các cán bộ tài chính doanh nghiệp các công cụ để phân tích giá trị tài chính của quyết định phát hành chứng khoán cũng như khuôn khổ để đưa ra các lựa chọn quan trọng, từ phương thức phát hành riêng lẻ hay ra công chúng đến chọn địa điểm niêm yết hay loại hợp đồng BLPHCK. Có thể nói, cuốn sách mang tính ứng dụng cao, không chỉ cần thiết cho các nhà hoạch định chính sách của TCPH và TCBL mà phạm vi cân bằng giữa lý thuyết, thực hành và nghiên cứu của công trình còn phù hợp cho cả những người làm nghiên cứu. Tuy nhiên, khía cạnh pháp lý chỉ được đề cập một cách hạn chế và chung chung.

- Về vấn đề chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK là ngân hàng thương mại, điển hình là hai nghiên cứu dưới đây. Những lập luận của các tác giả có giá trị tham khảo nhất định với nghiên cứu sinh khi xem xét quy định hiện hành của Việt Nam về việc không cho phép ngân hàng thương mại trực tiếp thực hiện BLPHCK.

Đầu tiên, bài viết “*Restrictions on Bank Underwriting of Corporate Securities: A Proposal for More Permissive Regulation*”, Harvard Law Review, Vol.97, No.3 (1984). Công trình được nghiên cứu trong bối cảnh thị trường dịch vụ tài chính ở Mỹ đang trải qua sự thay đổi lớn về cấu trúc khi áp lực cạnh tranh buộc các ngân hàng thương mại phải tìm kiếm thêm nguồn lợi nhuận bổ sung và Quốc hội Mỹ đang phải xem xét loại bỏ nhiều hạn chế đối với các ngân hàng thương mại theo Đạo luật Glass-

Steagall trong việc nghiêm cấm các ngân hàng thương mại tham gia hoạt động ngân hàng đầu tư. Tác giả phản đối lí do tách hoạt động ngân hàng đầu tư khỏi hoạt động của ngân hàng thương mại để đảm bảo tính lành mạnh của hệ thống ngân hàng và tránh xung đột lợi ích, đồng thời biện minh cho việc loại bỏ rào cản này nhằm tăng tính cạnh tranh trong ngành bảo lãnh phát hành và giảm chi phí huy động vốn cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Trên cơ sở đó, tác giả đề xuất khuôn khổ pháp lý mới cho phép các ngân hàng thương mại được thực hiện các chức năng ngân hàng đầu tư truyền thống như BLPCHK nhưng phải đảm bảo bảo vệ người gửi tiền và NĐT. Cụ thể, yêu cầu tập trung vào các phương pháp kiểm soát rủi ro tiềm ẩn với vốn của ngân hàng để thực hiện bảo lãnh phát hành thông qua việc quy định các giới hạn rủi ro về vốn và đặt ra các quy tắc để ngăn chặn sự xung đột lợi ích.

Tiếp đến, George J. Papaioannou (2010), “*Commercial Banks in Underwriters and the Decline of the Independent Investment Bank Model*”, Journal of International Business and Law Volume 9, Issue 1, Article 4. Công trình mô tả lại sự chuyển đổi mạnh mẽ của ngành ngân hàng đầu tư Hoa Kỳ trong giai đoạn từ năm 1997 đến năm 2008, do tác động của Đạo luật Dịch vụ Tài chính hiện đại hóa (The Financial Services Modernization Act) năm 1999, thay thế cho Đạo luật Glass-Steagall, cho phép các ngân hàng thương mại thực hiện hoạt động KDCK. Trước năm 1999, các nhà bảo lãnh hàng đầu là các CTCK thì vào năm 2008, các ngân hàng thương mại đã thống trị sau khi trải qua một làn sóng hợp nhất, mua lại các CTCK. Mô hình ngân hàng thương mại cộng với đầu tư dần dần thay thế mô hình ngân hàng đầu tư truyền thống được các CTCK áp dụng trước đó. Trong công trình nghiên cứu, tác giả tập trung làm rõ chiến lược mua lại của các ngân hàng thương mại và phân tích lợi thế khác biệt của mô hình ngân hàng thương mại cộng với đầu tư so với mô hình ngân hàng đầu tư thuần túy trong hoạt động BLPCHK thông qua các lí thuyết và bằng chứng thực nghiệm.

- Một số nghiên cứu về quy định các phương thức BLPCHK:

James F. Cotter and Randall S. Thomas (1998), “*Firm Commitment Underwriting Risk and the Over-allotment Option (OAO): Do we need further Legal Regulation?*”, Securities Regulation Law Journal, Vol 26. Công trình xem xét BLPCHK với phương thức cam kết chắc chắn cho các đợt IPO, tìm hiểu cách thức TCBL sử dụng và lợi dụng quy định về quyền lựa chọn phân bổ vượt hạn mức để ổn định giá chứng khoán sau phát hành. Từ đó, kiến nghị kiểm tra lại quy mô quyền chọn và yêu cầu công khai việc sử dụng quyền chọn cho các NĐT tiềm năng được biết.

David Shine (2004), “*Best Efforts*” *Standards Under New York Law: Legal and Practical Issues*”, Glasser LegalWorks, Vol.7, No.9 phân tích sự bất cập của luật pháp NewYork trong việc xác định các tiêu chuẩn của điều khoản “nỗ lực tốt nhất” trong các thỏa thuận thương mại cũng như quan điểm khác nhau của tòa án trong quá trình xét xử và đưa ra lời khuyên cho các bên khi ký kết điều khoản “nỗ lực tốt nhất” nhằm đảm bảo tính khả thi. Làm rõ nội dung điều khoản “nỗ lực tốt nhất” là căn cứ quan trọng để các bên trong quan hệ hợp đồng BLPHCK xác định trách nhiệm của TCBL khi lựa chọn phương thức bảo lãnh với nỗ lực tốt nhất.

Robert B. Robbins (2013), “*Structuring Best Efforts Offerings and Closing Under Rule 10b-9*”, The American Law Institute Continuing Legal Education, phân tích cụ thể các quy định của SEC và FINRA về trách nhiệm của TCBL khi thực hiện bảo lãnh cho các đợt chào bán dự phòng với nỗ lực tốt nhất.

- Một số nghiên cứu về hợp đồng BLPHCK:

Stephen J. Weiss (1971), “*The Underwriting Agreement-Form and Commentary*”, The Business Lawyer, Vol.26, No.3. Bài viết xác định các điều khoản quan trọng của một thỏa thuận BLPHCK thường được áp dụng, thảo luận về các cách thức để xử lý các điều khoản đó đồng thời nêu bật các cạm bẫy trong đàm phán và soạn thảo. Nghiên cứu đề xuất mẫu thỏa thuận BLPHCK mang tính công bằng đối với hai bên chủ thể (TCPH và TCBL) và phù hợp với thông lệ hiện có của các TCBL trên thị trường NewYork. Nghiên cứu mang tính ứng dụng cao nhằm hỗ trợ các luật sư trong việc đàm phán và soạn thảo các thỏa thuận BLPHCK liên quan đến các đợt chào bán chứng khoán ra công chúng.

Gershon Mandelker & Artur Ravid (1977), “*Investment Banking: An Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts*”, The Journal of Finance Vol.XXXII, No.3; David P. Baron (1980), “*The Incentive Problem and The Design of Investment Banking Contracts*”, Journal of Banking and Finance, Vol.3; David P. Baron & Bengt Holmstrom (1979), “*The Investment Banking Contract For New Issues Under Asymmetric Information: Delegation And The Incentive Problem*”, The Journal of Finance, Vol.XXXV, No.5. Điểm chung của các bài viết đều dựa vào nguyên tắc Pareto để xác định một thỏa thuận BLPHCK tối ưu về mặt kinh tế dưới góc độ của TCPH. Về cơ bản, hai bài viết của tác giả David P. Baron tập trung nghiên cứu về thỏa thuận BLPHCK dưới góc độ của TCPH, đưa ra các gợi ý, hướng dẫn giúp TCPH thiết kế được một thỏa thuận tối ưu, mang lại lợi ích cho TCPH và ngăn chặn tình trạng định giá thấp chứng khoán từ phía TCBL thông qua việc sử dụng công cụ là phí

bảo lãnh và việc ủy quyền. Gershon Mandelker & Artur Ravid tập trung xác định cụ thể các điều kiện để thỏa thuận bảo lãnh với cam kết chắc chắn hoặc với nỗ lực tối đa là một thỏa thuận tối ưu, đồng thời cũng đề xuất một thỏa thuận theo đó số tiền thu được được chia sẻ bởi hai bên.

- Một số nghiên cứu về trách nhiệm pháp lý của TCBL:

Edward F. Greene (1981), “*Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities within an Integrated Disclosure System*”, Notre Dame Law Review, Vol.56, Iss.5. Nội dung của nghiên cứu mô tả vai trò của các TCBL trong quá trình phân phối chứng khoán, phân tích sự khác nhau giữa tiêu chuẩn để xác định trách nhiệm pháp lý đối với những sai sót trong thông tin được cung cấp cho các NĐT hoặc cho thị trường theo quy định của Đạo luật Chứng khoán 1933 và Đạo luật giao dịch chứng khoán 1934, cùng với ảnh hưởng của quy định đến hành vi của các TCBL. Nghiên cứu cũng đưa ra các án lệ để làm sáng tỏ thêm trách nhiệm của TCBL theo pháp luật Mỹ và chỉ ra những bất cập của quy định. Trên cơ sở đó, đề xuất cách tiếp cận khác để phân định trách nhiệm của các TCBL.

Eric Seitz (2008), “*Underwriter Due Diligence: It's Not A Whole New Ballgame*”, SMU Law Review, Vol.61. Công trình nghiên cứu quy định của pháp luật hiện hành về trách nhiệm pháp lý của TCBL sau khi tích hợp chế độ công bố thông tin giữa hai đạo luật, Đạo luật chứng khoán 1933 và Đạo luật giao dịch chứng khoán 1934, đưa ra bình luận và đánh giá về những ảnh hưởng của quy định này đến việc thực hiện biện pháp thẩm định chuyên sâu của TCBL, rút ra kết luận về sự quá hà khắc của quy định về trách nhiệm pháp lý của các TCBL dẫn đến rủi ro trách nhiệm quá lớn cho chủ thể này. Nghiên cứu trình bày một số giải pháp có thể xem xét để điều chỉnh quy định về thẩm định chuyên sâu của TCBL, tuy nhiên tác giả không đưa ra quan điểm cuối cùng mà tập trung nêu bật tầm quan trọng của việc thay đổi này.

Dana B. Klimes (1985), “*Expanding the Liability of Managing Underwriters Under the Securities Act of 1933*”, Fordham Law Review, Vol.53, Iss.5. Tác giả cung cấp một cái nhìn tổng quan về quá trình BLPHCK, đồng thời đưa ra các lập luận cho đề xuất cần mở rộng trách nhiệm pháp lý của TCBL quản lý trong tổ hợp bảo lãnh theo quy định của Đạo luật chứng khoán 1933 theo hướng phạm vi chịu trách nhiệm bao gồm tất cả chứng khoán được bán trong đợt chào bán.

William K. Sjostrom, Jr (2006), “*The Due Diligence Defense Under Section 11 of The Securities Act of 1933*”, Brandeis Law Journal, Vol.44. Đây là công trình

ngiên cứu khá toàn diện về các nội dung liên quan đến biện pháp thẩm định chuyên sâu của các TCBL được quy định tại Section 11 Đạo luật chứng khoán 1933 để thoát khỏi trách nhiệm pháp lý đối với những sai sót trong hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán. Ví dụ như, tổng quan về biện pháp thẩm định chuyên sâu, quy trình thẩm định chuyên sâu đợt IPO điển hình của TCBL chính, xem xét cụ thể các tiêu chuẩn điều tra hợp lý của biện pháp thẩm định chuyên sâu. Một số kiến nghị được đưa ra theo hướng tạo điều kiện thuận lợi hơn cho TCBL trong quá trình chứng minh việc hoàn thành trách nhiệm của mình.

Noam Sher (2014), “*Underwriters’ Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis*”, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol.27, Iss.2 tìm hiểu các lý lẽ mới cho việc áp đặt trách nhiệm pháp lý đối với TCBL và đưa ra quan điểm về việc áp đặt trách nhiệm dân sự lên TCBL chính và các TCBL khác trong tổ hợp bảo lãnh trong trường hợp cung cấp thông tin sai sự thật, lừa dối NĐT.

Bên cạnh đó, cần phải kể đến các nghiên cứu: Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, (1984), *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review, Vol.70, No.4; Reinier H. Kraakman, (1986), *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, Journal of Law, Economics, & Organization, Vol.2, No.1; John C. Coffee, (2002), *Understanding Enron: It’s About the Gatekeepers, Stupid*, The Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School, Working Paper No.207; Assaf Hamdani, (2003), *Gatekeeper Liability*, Southern California Law Review, Vol.77; John C. Coffee Jr, (2004), *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Boston University Law Review, Vol 84; Andrew Tuch, (2010), *Multiple Gatekeepers*, Virginia Law Review, Vol.96; Andrew F. Tuch, (2017), *The Limits of Gatekeeper Liability*, Wash. & Lee L. Rev. Online 619. Nội dung của các nghiên cứu tập trung phân tích vai trò của những “người gác cổng” nói chung trong các đợt chào bán chứng khoán như đơn vị kiểm toán, TCBL, luật sư, đưa ra những lập luận để xác định trách nhiệm của những người gác cổng và kiến nghị các cải cách.

- Ngoài những nghiên cứu kể trên, một số công trình khác có đề cập đến nội dung quy định về BLPCHK có giá trị tham khảo với nghiên cứu sinh khi xem xét, đánh giá quy định của pháp luật Việt Nam. Ví dụ như Lucas C. Townsend (2004), “*Can Wall Street’s “Global Resolution” Prevent Spinning? A Critical Evaluation of Current Alternatives*”, Seton Hall Law Review, Vol.34 phân tích và chỉ ra hạn chế trong quy định của SEC, NASD và NYSE khi cho phép nhà bảo lãnh thực hiện

phương pháp dựng sổ và được quyền lựa chọn NĐT để phân bổ cổ phiếu chào bán, dẫn đến hiện tượng Spinning (tạm dịch là Con xoay). Đây là trường hợp nhà bảo lãnh phân bổ cổ phiếu của một IPO nóng (cầu vượt quá cung tại ngày giao dịch đầu tiên dẫn đến giá giao dịch tăng đột biến) cho một số NĐT cá nhân, thực chất có quan hệ với nhà bảo lãnh, để sau đó chuyển hoạt động kinh doanh sinh lời trở lại cho nhà bảo lãnh. Trên cơ sở bất cập, tác giả đã đề xuất phương pháp đấu giá Hà Lan (The Dutch Auction) để thay thế và đưa ra các lập luận khá cụ thể và rõ ràng để bảo vệ cho đề xuất. Một số công trình khác cũng đề cập đến phương pháp dựng sổ và đấu giá như Kuntara Pukthuanthong, Nikhil P. Varaiya & Thomas J. Walker (2007), “*Bookbuilding versus Auction Selling Methods: A Study of US IPOs*”, Venture Capital, Vol.9, No.4; Kenji Kutsuna & Richard Smith (2004), “*Why Does Booking Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan*”, The Review of Financial Studies, Vol.17, No.4. Hai tác giả Richard B. Carter & Frederick H. Dark (1990), “*The Use of the Over-Allotment Option in Initial Public Offerings of Equity: Risk and Underwriter Prestige*”, Financial Management, Vol.19, No.3 đã phân tích khá cụ thể cơ sở lý luận của quy định quyền phân bổ vượt hạn mức đối với TCBL khi thực hiện bảo lãnh với cam kết chắc chắn dựa trên lợi ích và giá trị của quyền này mang lại.

II. ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

1. Đánh giá chung về tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án

Trên cơ sở xem xét những công trình nghiên cứu trong nước và nước ngoài có liên quan đến đề tài luận án, nghiên cứu sinh đưa ra một số đánh giá sau:

- Nhận xét tổng quát, cho đến nay, có khá nhiều công trình khoa học nước ngoài nghiên cứu về hoạt động BLPHCK và quy định pháp luật điều chỉnh hoạt động BLPHCK. Có thể là các công trình nghiên cứu về hoạt động ngân hàng đầu tư hoặc hoạt động KDCK nói chung, hoặc có thể là những công trình nghiên cứu chuyên sâu về một khía cạnh của BLPHCK hoặc một nội dung thuộc pháp luật về BLPHCK. Trong khi đó, các công trình nghiên cứu trong nước về BLPHCK và pháp luật điều chỉnh hoạt động BLPHCK khá hạn chế, hầu như mới dừng lại ở việc nghiên cứu về hoạt động KDCK nói chung. Điểm chung giữa các công trình đều gắn liền nội dung nghiên cứu về BLPHCK trong phạm vi các đợt IPO.

- Các vấn đề mang tính lý luận về BLPHCK đã được quan tâm nghiên cứu trong nhiều công trình khoa học. Mặc dù mỗi tác giả có cách tiếp cận khác nhau nhưng đều

thống nhất nội dung cốt lõi của hoạt động BLPHCK là bảo hiểm rủi ro cho TCPH thông qua cam kết mua chứng khoán, từ đó thừa nhận một trong những đặc điểm quan trọng nhất của hoạt động BLPHCK là tính rủi ro để trên cơ sở đó xác định cơ chế quản lý phù hợp. Nội dung lí luận về vai trò của hoạt động BLPHCK được các tác giả nước ngoài đặc biệt quan tâm và thường được tiếp cận nghiên cứu sâu về một vai trò cụ thể, nhất là vai trò “người gác cổng” kèm những dẫn chứng thực nghiệm nên giàu tính thuyết phục. Một số vấn đề lí luận khác về BLPHCK như nội dung nghiệp vụ, tổ hợp bảo lãnh hay các phương thức bảo lãnh được nghiên cứu khá đầy đủ và chuyên sâu. Kết quả nghiên cứu của những tài liệu này có giá trị tham khảo rất quan trọng đối với nghiên cứu sinh, góp phần tạo dựng cơ sở lí luận vững chắc để nghiên cứu sinh vận dụng triển khai đề tài luận án của mình. Tuy vậy, bên cạnh đó, một số vấn đề lí luận về BLPHCK vẫn chưa được giải quyết thấu đáo, cần phải được nghiên cứu để làm sáng tỏ. Các tác giả chủ yếu nghiên cứu sâu một vấn đề lí luận về BLPHCK theo một khía cạnh nhất định, không mang tính bao quát và tổng thể. Ví dụ như, đa số công trình chỉ tập trung nghiên cứu đặc điểm về tính rủi ro của hoạt động BLPHCK mà chưa đề cập nhiều đến các đặc điểm quan trọng khác, hoặc chủ yếu nghiên cứu về vai trò người gác cổng của TCBL. Mặt khác, khái niệm BLPHCK đã được đề cập nhiều nhưng mỗi tác giả tiếp cận theo góc độ khác nhau mà chưa có một khái niệm chung, thống nhất về BLPHCK để thể hiện đầy đủ và rõ ràng bản chất của hoạt động này. Các đặc điểm của hoạt động BLPHCK cũng chưa được nghiên cứu một cách đầy đủ và rõ ràng.

- Cho đến nay, có rất ít công trình nghiên cứu chuyên sâu về pháp luật BLPHCK nên nội dung lí luận pháp luật về BLPHCK chỉ được đề cập hạn chế và chưa được làm rõ. Tuy vậy, những kết quả nghiên cứu này là cơ sở quan trọng cho nghiên cứu sinh tham khảo khi nghiên cứu về từng nội dung cụ thể của pháp luật BLPHCK.

- Thực trạng pháp luật BLPHCK ở Việt Nam chưa được nghiên cứu một cách bao quát do mục tiêu nghiên cứu của các công trình không tập trung nghiên cứu chuyên sâu pháp luật về BLPHCK. Các tác giả chỉ dành mức độ quan tâm rất nhỏ để đánh giá về một hoặc một số quy định thuộc nội dung pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam. Đặc biệt, sự ra đời của thể hệ Luật chứng khoán thứ 2 cùng với hệ thống các văn bản hướng dẫn thi hành đã làm cho các công trình này không còn đảm bảo tính thời sự cũng như phù hợp với thực tiễn hoạt động BLPHCK hiện nay.

- Các kiến nghị, giải pháp hoàn thiện pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam được các công trình nghiên cứu đề cập một cách hạn chế, đơn lẻ, không đặt trong tổng thể

hoàn thiện pháp luật về BLPHCK để xem xét và cân nhắc. Mặt khác, đa số các kiến nghị được đưa ra trên cơ sở đánh giá quy định pháp luật đã không còn hiệu lực nên tính cập nhật và thời sự của các kiến nghị không còn được đảm bảo.

Tóm lại, cho đến nay, chưa có một công trình khoa học nghiên cứu chuyên sâu, bao quát đầy đủ các nội dung về pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam trong đó đảm bảo tính thời sự và cập nhật.

2. Những vấn đề liên quan đến đề tài luận án đã được giải quyết

Trên cơ sở đánh giá chung về tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án, nghiên cứu sinh xác định những vấn đề dưới đây liên quan đến đề tài luận án đã được giải quyết:

- Những vấn đề lí luận về hoạt động phát hành chứng khoán và hoạt động KDCK hay hoạt động ngân hàng đầu tư nói chung;
- Một số nội dung mang tính lí luận về BLPHCK, như đặc trưng về tính rủi ro của hoạt động BLPHCK, các nội dung nghiệp vụ của BLPHCK hay vai trò “người gác cổng” và trung gian thông tin của TCBL;
- Đánh giá thực trạng pháp luật điều chỉnh hoạt động của tổ chức KDCK ở Việt Nam và các kiến nghị hoàn thiện xét tại thời điểm nghiệm thu công trình.

3. Những vấn đề luận án tiếp tục nghiên cứu và giải quyết

Từ kết quả khảo cứu tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án, tác giả luận án cho rằng các công trình đã công bố chưa giải quyết hoặc giải quyết chưa thỏa đáng những vấn đề sau đây, cần được tiếp tục nghiên cứu, giải quyết trong luận án:

- Về phương diện lí luận: Tiếp tục nghiên cứu và làm rõ hơn các vấn đề lí luận về BLPHCK, trong đó cần đưa ra khái niệm thống nhất về BLPHCK, chỉ ra bản chất pháp lý và các đặc điểm quan trọng khác của BLPHCK ngoài tính rủi ro. Vai trò của BLPHCK cần được nghiên cứu một cách bao quát, trên nhiều phương diện và đặt trong bối cảnh TTCK chưa phát triển như Việt Nam trước xu hướng phát triển của thế giới. Bên cạnh đó, luận án cần làm rõ vấn đề lí luận pháp luật về BLPHCK thông qua việc xác định hai nội dung chính, các nguyên tắc pháp lý cơ bản làm cơ sở xây dựng pháp luật về BLPHCK và cấu trúc pháp luật về BLPHCK.

- Về phương diện thực tiễn: 1) Cần xem xét, phân tích và đánh giá toàn diện thực trạng quy định pháp luật hiện hành về BLPHCK ở Việt Nam trên cơ sở những vấn đề về mặt lí luận đã được làm rõ đặt trong mối quan hệ với các yêu cầu đặt ra trong tình hình mới. Mục tiêu chỉ ra những ưu điểm cùng bất cập, hạn chế của pháp luật hiện hành để từ đó khẳng định tính tất yếu khách quan của việc phải hoàn thiện

pháp luật về BLPHCK. 2) Nghiên cứu xác định phương hướng hoàn thiện pháp luật về BLPHCK, từ đó đề xuất, kiến nghị các giải pháp cụ thể để hoàn thiện pháp luật về BLPHCK một cách tổng thể và toàn diện, phù hợp với nhu cầu thực tiễn, chiến lược phát triển thị trường tài chính và bối cảnh hội nhập quốc tế.

4. Những vấn đề luận án không nghiên cứu

Ngoài các nội dung trên, luận án không nghiên cứu những vấn đề sau đây:

Một là, vấn đề BLPHCK trái phiếu Chính phủ và pháp luật liên quan đến BLPHCK trái phiếu Chính phủ. Lý do là vì, với vai trò và vị trí pháp lý đặc biệt của Chính phủ là tổ chức phát hành, dẫn đến chứng khoán do tổ chức này phát hành có những đặc thù nhất định như: mức độ rủi ro hầu như không có, tuân theo quy trình chào bán và cơ chế giao dịch hoàn toàn riêng biệt. Sự tham gia của TCBL vào quá trình chào bán trái phiếu Chính phủ không thể hiện hết bản chất, đặc điểm cũng như vai trò của BLPHCK.

Hai là, vấn đề giải quyết tranh chấp phát sinh từ hoạt động BLPHCK. Lý do bởi tranh chấp phát sinh từ quan hệ BLPHCK được giải quyết theo quy trình chung của tranh chấp thương mại và tranh chấp dân sự thông thường và đã có nhiều công trình khoa học nghiên cứu về nội dung này.

III. CƠ SỞ LÝ THUYẾT, CÂU HỎI NGHIÊN CỨU VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

1. Cơ sở lý thuyết

Trong quá trình nghiên cứu pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam, nghiên cứu sinh sử dụng một số lý thuyết sau:

Thứ nhất, lý thuyết về quyền tự do kinh doanh trong đó có tự do hợp đồng. Nền kinh tế thị trường phát triển từ thấp đến cao, nhưng đều trên cơ sở thực hiện quyền tự do kinh doanh. BLPHCK là một hoạt động kinh doanh và chủ thể thực hiện hoạt động này cần phải có quyền tự do nhất định, đặc biệt trong việc tìm kiếm, kí kết, thỏa thuận các điều khoản của hợp đồng BLPHCK với các khách hàng trên thị trường.

Thứ hai, lý thuyết về người gác cổng (gatekeepers theory) trên TTCK. Theo lý thuyết này, người gác cổng được hiểu là những chuyên gia độc lập, cam kết dùng uy tín của mình để bảo vệ lợi ích cho những NĐT phân tán, những người không thể dễ dàng hành động tập thể. Các nhà quản lý sẽ tạo ra những người gác cổng để thay mình bảo vệ lợi ích chính đáng cho các NĐT trên thị trường. Những chuyên gia này có khả năng ngăn chặn hành vi sai trái của các tổ chức chào bán chứng khoán bằng cách từ chối sự hợp tác với các tổ chức này. Theo đó, những người gác cổng trên

TTCK sẽ gồm TCBL, tổ chức kiểm toán và luật sư. Việc các nhà quản lý sử dụng vai trò của người gác cổng xuất hiện lần đầu tiên vào khoảng năm 1900 khi Sàn giao dịch chứng khoán New York bắt đầu yêu cầu báo cáo tài chính phát hành phải được chứng nhận bởi một kiểm toán viên độc lập. Tuy nhiên, việc sử dụng có hệ thống đầu tiên của thuật ngữ “gatekeeper” là trong các công trình nghiên cứu của Ranier Kraakman được công bố năm 1984 và 1986². Cho đến nay, lý thuyết về người gác cổng được đa số các nhà khoa học thừa nhận và được các nhà quản lý áp dụng rộng rãi trên TTCK các nước. Lý thuyết này được nghiên cứu sinh sử dụng để làm rõ vai trò của hoạt động BLPHCK, từ đó xác định mức độ trách nhiệm pháp lý áp dụng cho các chủ thể thực hiện hoạt động này.

Thứ ba, lý thuyết về trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng. Theo đó, chủ thể nào do hành vi trái pháp luật của mình mà gây thiệt hại cho chủ thể khác thì phải có nghĩa vụ bồi thường thiệt hại, không phụ thuộc vào việc giữa các chủ thể này có quan hệ hợp đồng hay không. Trong quan hệ BLPHCK, TCBL không chỉ có nghĩa vụ với TCPH theo những nội dung đã được cam kết trong hợp đồng BLPHCK. TCBL còn có trách nhiệm với chủ thể “ẩn mình” khác là NĐT, những người đã căn cứ vào hồ sơ chào bán chứng khoán của TCPH có sự xác nhận của TCBL về các thông tin trong đó để ra các quyết định đầu tư mua chứng khoán chào bán. Giữa TCBL và NĐT không tồn tại bất kỳ thỏa thuận hay hợp đồng nào. Tuy nhiên, TCBL vẫn phải chịu trách nhiệm với NĐT về tính chính xác, đầy đủ của các thông tin trong hồ sơ chào bán. Trong trường hợp thành lập tổ hợp bảo lãnh, trách nhiệm này thuộc về các thành viên trong tổ hợp. Nghiên cứu sinh lựa chọn lý thuyết về trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng là cơ sở lý thuyết nền tảng để xác định trách nhiệm pháp lý của TCBL đối với các NĐT trong quá trình chào bán chứng khoán.

Bên cạnh các lý thuyết trên, nghiên cứu sinh còn sử dụng các nguyên tắc của IOSCO, tập trung vào nhóm nguyên tắc trung gian thị trường và nhóm nguyên tắc liên quan đến cơ quan quản lý và thực thi quy chế chứng khoán. UBCKNN đã trở thành thành viên chính thức của IOSCO và hệ thống pháp luật điều chỉnh tổ chức và hoạt động của TTCK cần phải được hoàn thiện để tiệm cận dần với các nguyên tắc khuyến nghị của IOSCO. Do vậy, việc dựa vào các nguyên tắc của IOSCO cho quá trình đánh giá, đưa ra đề xuất nhằm hoàn thiện pháp luật BLPHCK là điều cần thiết

² Reinier H. Kraakman, (1984), *Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Controls*, The Yale Law Journal, Vol.93; Reinier H. Kraakman, (1986), *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, Journal of Law, Economics & Organization, Vol.2, No.1.

và quan trọng.

2. Câu hỏi nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Để triển khai nghiên cứu luận án, nghiên cứu sinh đặt ra một số câu hỏi nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu sau đây:

- **Câu hỏi nghiên cứu 1:** *Hoạt động BLPHCK có gì khác so với với các hoạt động KDCK khác? Bên cạnh vai trò mang lại nguồn doanh thu cho các CTCK với tư cách một hoạt động kinh doanh, hoạt động BLPHCK còn có vai trò như thế nào đối với các chủ thể khác trên thị trường?*

Giả thuyết nghiên cứu: Bản chất của hoạt động BLPHCK gắn liền với cam kết thực hiện nghĩa vụ mua chứng khoán phát hành của TCBL với TCPH đã tạo ra sự khác biệt giữa BLPHCK và các hoạt động KDCK khác. Hoạt động BLPHCK có vai trò quan trọng không chỉ với TCBL mà còn đối với các TCPH, cơ quan quản lý và nhà đầu tư. Việc nhìn nhận một cách toàn diện vai trò của BLPHCK có ý nghĩa quan trọng trong việc phát triển TTCK Việt Nam.

- **Câu hỏi nghiên cứu 2:** *Cần xác định cấu trúc pháp luật về BLPHCK gồm những nhóm quy định nào?*

Giả thuyết nghiên cứu 2: Pháp luật về BLPHCK giữ vai trò khung pháp lý để trên cơ sở đó, hoạt động BLPHCK được thực hiện một cách hiệu quả và an toàn, đảm bảo quyền lợi chính đáng cho các chủ thể liên quan. Muốn vậy, pháp luật về BLPHCK phải được cấu trúc gồm các nhóm quy định cơ bản về chủ thể thực hiện, các phương thức thực hiện, nội dung, hình thức pháp lý, giới hạn an toàn và quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK.

- **Câu hỏi nghiên cứu 3:** *Pháp luật hiện hành về BLPHCK ở Việt Nam còn tồn tại những hạn chế, bất cập nào ảnh hưởng đến hiệu quả của hoạt động BLPHCK?*

Giả thuyết nghiên cứu: Bên cạnh những thành quả cần được ghi nhận, các quy định pháp luật hiện hành về BLPHCK còn tồn tại những bất cập và hạn chế, gây khó khăn cho các chủ thể trong quá trình triển khai thực hiện trên thực tế. Đây là một trong những nguyên nhân dẫn đến tình trạng hoạt động BLPHCK chưa phát huy được vai trò quan trọng trên TTCK trong thời gian qua.

- **Câu hỏi nghiên cứu 4:** *Những định hướng cơ bản nào cần được xác định để làm cơ sở cho việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam hiện nay và những giải pháp cụ thể nào cần được áp dụng để hoàn thiện pháp luật về BLPHCK?*

Giả thuyết nghiên cứu: Hoàn thiện pháp luật về BLPHCK là nhu cầu khách quan của nền kinh tế và cần dựa trên những định hướng nhất định, đảm bảo phù hợp

với chủ trương, đường lối của Đảng và Nhà nước về phát triển thị trường tài chính và nhu cầu hội nhập quốc tế. Các giải pháp cụ thể nhằm hoàn thiện pháp luật về BLPHCK phải trên cơ sở thực trạng pháp luật đã được phân tích và những định hướng hoàn thiện đã xác định. Có như vậy, các giải pháp đưa ra mới đảm bảo tính khả thi và phù hợp với nhu cầu của thực tiễn.

Tiểu kết

Trên cơ sở nghiên cứu về tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án, có thể rút ra một số kết luận sau:

1. Cho đến nay, có khá nhiều công trình của các tác giả nước ngoài nghiên cứu về hoạt động BLPHCK và quy định pháp luật điều chỉnh hoạt động BLPHCK. Trong khi đó, các công trình nghiên cứu trong nước về BLPHCK và pháp luật về BLPHCK lại tương đối hạn chế, hầu như mới dừng lại ở việc nghiên cứu về hoạt động KDCK nói chung. Nhìn chung, trên cơ sở đánh giá về tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án, một số vấn đề liên quan đến đề tài luận án đã được giải quyết, bao gồm: lí luận về hoạt động chào bán chứng khoán và hoạt động KDCK hay hoạt động ngân hàng đầu tư nói chung; một số nội dung mang tính lí luận về BLPHCK, như đặc trưng về tính rủi ro của hoạt động BLPHCK, các nội dung nghiệp vụ của BLPHCK hay vai trò “người gác cổng” và trung gian thông tin của TCBL; một số đánh giá thực trạng pháp luật điều chỉnh hoạt động của tổ chức KDCK ở Việt Nam và các kiến nghị hoàn thiện xét tại thời điểm nghiệm thu công trình nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu này có ý nghĩa quan trọng, là nguồn tài liệu tham khảo quý giá để nghiên cứu sinh tham khảo và kế thừa trong quá trình nghiên cứu luận án.

2. Dưới góc độ đề tài nghiên cứu về pháp luật điều chỉnh hoạt động BLPHCK, các công trình nghiên cứu trên có một số hạn chế nhất định. *Thứ nhất*, các tác giả chủ yếu nghiên cứu sâu một vấn đề lí luận về BLPHCK theo một khía cạnh nhất định, không mang tính bao quát, tổng thể. Khái niệm BLPHCK đã được đề cập nhiều nhưng mỗi tác giả tiếp cận theo góc độ khác nhau mà chưa có một khái niệm chung, thống nhất về BLPHCK thể hiện rõ bản chất của hoạt động. Các đặc điểm của hoạt động BLPHCK chưa được nghiên cứu một cách đầy đủ và rõ ràng. *Thứ hai*, thực trạng pháp luật BLPHCK ở Việt Nam chưa được nghiên cứu một cách bao quát do mục tiêu nghiên cứu của các công trình không tập trung nghiên cứu chuyên sâu về pháp luật về BLPHCK. Sự ra đời của thể hệ Luật chứng khoán thứ 2 cùng với hệ thống các văn bản hướng dẫn thi hành đã làm cho các công trình không còn đảm bảo tính thời

sự cũng như phù hợp với thực tiễn hoạt động BLPHCK hiện nay. *Thứ ba*, các kiến nghị, giải pháp hoàn thiện pháp luật về BLPHCK được các công trình nghiên cứu đề cập một cách hạn chế, đơn lẻ, không đặt trong tổng thể hoàn thiện pháp luật về BLPHCK để xem xét và cân nhắc. Mặt khác, đa số các kiến nghị được đưa ra trên cơ sở đánh giá quy định pháp luật đã không còn hiệu lực nên tính cập nhật và thời sự của các kiến nghị không còn được đảm bảo.

3. Trên cơ sở kết quả đánh giá về tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án, luận án sẽ tiếp tục giải quyết các vấn đề sau: *Thứ nhất*, về phương diện lí luận: Tiếp tục nghiên cứu và làm rõ hơn các vấn đề lí luận về BLPHCK, như khái niệm BLPHCK, bản chất pháp lý, các đặc điểm quan trọng khác của BLPHCK ngoài tính rủi ro, vai trò của BLPHCK đặt trong bối cảnh TTCK chưa phát triển như Việt Nam trước xu hướng phát triển của thế giới. Bên cạnh đó, làm rõ vấn đề lí luận pháp luật về BLPHCK thông qua việc xác định hai nội dung chính, các nguyên tắc pháp lý cơ bản làm cơ sở xây dựng pháp luật về BLPHCK và cấu trúc pháp luật về BLPHCK. *Thứ hai*, về phương diện thực tiễn: 1) Cần xem xét, phân tích và đánh giá toàn diện thực trạng quy định pháp luật hiện hành về BLPHCK ở Việt Nam với mục tiêu chỉ ra những ưu điểm cùng bất cập, hạn chế của pháp luật. 2) Nghiên cứu xác định phương hướng hoàn thiện pháp luật về BLPHCK, từ đó đề xuất, kiến nghị các giải pháp cụ thể để hoàn thiện pháp luật về BLPHCK một cách tổng thể và toàn diện, phù hợp với nhu cầu thực tiễn, chiến lược phát triển thị trường tài chính và bối cảnh hội nhập quốc tế. Đồng thời, nghiên cứu sinh cũng xác định hai vấn đề luận án không nghiên cứu, bao gồm: 1) Nội dung pháp luật về BLPHCK trái phiếu Chính phủ và 2) Pháp luật về giải quyết tranh chấp phát sinh từ hoạt động BLPHCK.

4. Để thực hiện nghiên cứu đề tài Luận án, một số lí thuyết được nghiên cứu sinh sử dụng, bao gồm: lí thuyết về quyền tự do kinh doanh, lí thuyết về người gác cổng, lí thuyết về trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng. Bên cạnh đó, nghiên cứu sinh còn sử dụng các nguyên tắc của IOSCO, tập trung vào nhóm nguyên tắc trung gian thị trường và nhóm nguyên tắc liên quan đến cơ quan quản lý và thực thi quy chế chứng khoán.

Phần thứ hai NỘI DUNG LUẬN ÁN

Chương 1

NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN VÀ PHÁP LUẬT VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

1.1. Những vấn đề lý luận về bảo lãnh phát hành chứng khoán

1.1.1. Khái niệm phát hành chứng khoán

Trước khi làm rõ bản chất của BLPHCK, cần làm rõ khái niệm phát hành chứng khoán.

Về phương diện kinh tế học, phát hành chứng khoán được biết đến như một giải pháp huy động vốn của một số chủ thể (chính phủ hoặc doanh nghiệp) được thực hiện trên thị trường vốn. Từ cách tiếp cận này, phát hành chứng khoán được hiểu là một quan hệ phân phối dưới hình thái giá trị, phát sinh giữa TCPH chứng khoán với NĐT chứng khoán, theo đó TCPH tiếp nhận nguồn vốn đầu tư của NĐT chứng khoán dựa trên sự thỏa thuận giữa hai bên về một trong hai phương thức là NĐT góp vốn vào TCPH chứng khoán (ví dụ, trường hợp phát hành cổ phiếu) hoặc NĐT cho vay đối với TCPH chứng khoán (ví dụ, trường hợp phát hành trái phiếu). Nói cách khác, đây là mối quan hệ phân phối các nguồn lực tài chính trong xã hội, có sự di chuyển dòng tiền từ bên thừa vốn - NĐT chứng khoán sang bên thiếu vốn - TCPH. Quá trình luân chuyển vốn phải tuân thủ các quy luật và nguyên tắc của thị trường, trong đó chịu sự tác động trực tiếp của các quy luật vận động và nguyên tắc hoạt động của thị trường tài chính.

Dưới góc độ vai trò trên TTCK, phát hành chứng khoán là *“hoạt động diễn ra trên thị trường sơ cấp, có vai trò tạo hàng hóa cho thị trường thứ cấp”*³.

Về phương diện luật học, phát hành chứng khoán được tiếp cận từ nhiều góc độ khác nhau.

Thứ nhất, dưới góc độ quan hệ pháp luật, phát hành chứng khoán là một quan hệ pháp luật phát sinh giữa chủ thể phát hành chứng khoán với NĐT chứng khoán. Tùy thuộc loại chứng khoán được phát hành là “chứng khoán vốn” hay “chứng khoán nợ” mà bản chất pháp lý của quan hệ này là quan hệ góp vốn (ví dụ: trường hợp phát hành cổ phiếu) hay quan hệ cho vay tài sản (ví dụ: trường hợp phát hành trái phiếu).

³ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *Underwriting Services and the New Issue Market*, Candice Janco, Elsevier, tr.21.

Thứ hai, dưới góc độ quyền chủ thể, phát hành chứng khoán được hiểu là quyền pháp lý của một số chủ thể nhất định được phát hành chứng khoán để huy động vốn trên thị trường nhằm phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, thông qua phương thức chào bán chứng khoán cho NĐT. Các chủ thể này thường bao gồm Chính phủ và các doanh nghiệp trong nền kinh tế (gọi chung là TCPH), trong đó, Chính phủ chỉ được quyền phát hành trái phiếu, còn doanh nghiệp có thể phát hành cổ phiếu và trái phiếu (ví dụ: doanh nghiệp là công ty cổ phần), hoặc chỉ phát hành trái phiếu (ví dụ: doanh nghiệp là công ty TNHH), hoặc không được phát hành bất kỳ loại chứng khoán nào (ví dụ: trường hợp công ty hợp danh và doanh nghiệp tư nhân)⁴. Như vậy, đối với các doanh nghiệp, có thể tên gọi từng hình thức pháp lý của doanh nghiệp khác nhau theo cách đặt tên mỗi nước, tuy nhiên, về cơ bản, pháp luật các nước thường công nhận hai loại hình doanh nghiệp với quyền phát hành chứng khoán phù hợp với đặc thù từng loại, gồm công ty cổ phần (quyền phát hành cổ phiếu, trái phiếu) và công ty trách nhiệm hữu hạn (quyền phát hành trái phiếu).

Thứ ba, dưới góc độ là một phương thức huy động vốn của các chủ thể trong nền kinh tế, phát hành chứng khoán còn được gọi là chào bán chứng bán.

Theo cuốn Từ điển Black's Law nổi tiếng, trong lĩnh vực chứng khoán, “phát hành chứng khoán” (issue) được hiểu giống “chào bán chứng khoán” (offering), đều chỉ việc bán chứng khoán của một đợt phát hành. Trong đó, chào bán riêng lẻ (private offering) là chào bán chỉ cho một nhóm nhỏ những người mua quan tâm, còn chào bán ra công chúng (public offering) là chào bán cho công chúng nói chung.⁵ Qui mô NĐT tham gia quan hệ phát hành tỷ lệ thuận với mức độ và phạm vi ảnh hưởng của quan hệ đó đối với tính ổn định của TTCK. Điều này lí giải tại sao pháp luật của đa số các nước đều quy định cơ chế điều chỉnh chặt chẽ và nghiêm ngặt đối với phương thức chào bán chứng khoán ra công chúng, đồng thời yêu cầu có sự tham gia bắt buộc hoặc phát sinh nhu cầu sử dụng cao từ phía TCPH đối với chủ thể trung gian là tổ chức BLPCK, nhằm đảm bảo thành công cho đợt chào bán. Đối với phương thức chào bán riêng lẻ, TCPH thường trực tiếp thực hiện việc chào bán cho các NĐT.

Trong khoa học pháp lý, các học giả thường sử dụng thuật ngữ “chào bán chứng khoán” khi đề cập đến việc huy động vốn thông qua phát hành chứng khoán của các doanh nghiệp. Đặc biệt, khái niệm “chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng”

⁴ Khoản 3 Điều 177 và Khoản 2 Điều 188 Luật Doanh nghiệp 2020

⁵ Bryan A. Garner, (2019), *Black's Law Dictionary*, 11th Edition, Thomson Reuters, tr.995,1304.

(IPOs_Initial Public Offerings) được sử dụng rất phổ biến để chỉ việc lần đầu tiên doanh nghiệp phát hành cổ phiếu ra công chúng để tạo lập hoặc tăng vốn điều lệ của doanh nghiệp. Điều này được thể hiện khá rõ trong các công trình nghiên cứu được đề cập đến trong luận án này. Tuy nhiên, trong pháp luật thực định, với tư cách là phương thức huy động vốn, phát hành chứng khoán cũng chính là việc chào bán chứng khoán, nhưng không có nghĩa, chào bán chứng khoán là việc phát hành chứng khoán để bán. Điều này tùy thuộc quy định của mỗi nước. Ví dụ tại Mỹ, Đạo luật Chứng khoán 1933 cho phép cổ đông cũng được quyền chào bán chứng khoán ra công chúng thông qua việc quy định mở rộng khái niệm “nhà phát hành” (issuer)⁶, không chỉ gồm TCPH chứng khoán đó mà còn bao gồm người sở hữu chứng khoán. Luật Chứng khoán Việt Nam cũng quy định tương tự khi cho phép cổ đông lớn của công ty đại chúng được thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng nhưng khái niệm “TCPH” chỉ được giới hạn trong phạm vi “là tổ chức thực hiện chào bán, phát hành chứng khoán”⁷. Ở đây, dưới góc độ chủ thể thực hiện, các nhà làm luật Việt Nam có sự phân định tương đối rõ về sự khác nhau giữa hai khái niệm, “chào bán chứng khoán” và “phát hành chứng khoán”. Theo đó, “phát hành chứng khoán” là việc các TCPH đưa chứng khoán ra lưu hành trên thị trường và hoạt động này chỉ diễn ra trên thị trường sơ cấp. Trong khi đó, hoạt động “chào bán chứng khoán” có thể do TCPH hoặc chủ sở hữu thực hiện, có thể diễn ra trên thị trường sơ cấp (nếu người chào bán là TCPH) hoặc thị trường thứ cấp (nếu người chào bán là chủ sở hữu).

Như vậy, mặc dù có nhiều cách tiếp cận khác nhau về phát hành chứng khoán nhưng dù tiếp cận dưới góc độ nào thì phát hành chứng khoán luôn được hiểu là việc chào bán chứng khoán do một số chủ thể được quyền phát hành thực hiện (chính phủ, các doanh nghiệp) nhằm mục đích huy động vốn. Cùng với sự phát triển của thị trường tài chính nói chung và TTCK nói riêng, các chủ thể trong nền kinh tế ngày càng có xu hướng sử dụng phương thức chào bán chứng khoán ra công chúng, xuất phát từ những ưu thế vốn có của phương thức này. Kết quả dẫn đến vai trò của các hoạt động trung gian, hỗ trợ quá trình chào bán, một trong số đó là hoạt động BLPHCK, ngày càng quan trọng, giúp khắc phục được những hạn chế của chính phương thức chào bán ra công chúng mang lại.

⁶ The Securities Act of 1933, § 2(a)(4).

⁷ Luật Chứng khoán, Khoản 21 Điều 4.

1.1.2. Khái niệm, đặc điểm, bản chất pháp lý của bảo lãnh phát hành chứng khoán

1.1.2.1. Khái niệm bảo lãnh phát hành chứng khoán

Xét về nguồn gốc ra đời của hoạt động BLPHCK trên thế giới, tác giả Giuliano cho rằng “hoạt động BLPHCK (underwriting) xuất hiện vào thế kỷ thứ 18 với chứng khoán áp dụng là trái phiếu do các chính phủ phát hành. Để đảm bảo cho việc phát hành được thành công, các chính phủ đã thương lượng với một số “người trung gian” nổi tiếng để mua trái phiếu. Những “người trung gian” này chỉ chấp nhận làm vậy nếu họ đã có được danh sách những NĐT có nhu cầu mua”⁸. Tác giả Alan và William nhận định, “hệ thống danh sách thô sơ về đăng kí mua chứng khoán của thế kỷ 18 chính là nguồn gốc của BLPHCK hiện đại”.⁹

Sau này, những “người trung gian” thực hiện hoạt động BLPHCK được gọi là TCBL (underwriter). Trong bộ sách chuyên luận nổi tiếng về pháp luật chứng khoán “Treatise on the Law of Securities Regulation”, tác giả Thomas cho rằng, thuật ngữ “underwriter” bắt nguồn từ ý nghĩa thông lệ bảo hiểm trước đây của Anh và khái niệm “underwriting” được sử dụng trong cả ngành bảo hiểm và TTCK.¹⁰

Về nội hàm của khái niệm BLPHCK, có nhiều cách tiếp cận khác nhau.

Dưới góc độ hoạt động kinh doanh, BLPHCK được xác định là hoạt động ngân hàng đầu tư (investment banking) do các ngân hàng đầu tư hoặc CTCK thực hiện (được gọi là TCBL). Theo quan điểm này, tác giả Giuliano nhận định, “BLPHCK là hoạt động ngân hàng đầu tư cốt lõi, theo đó các ngân hàng đầu tư giúp các công ty huy động vốn bằng cách phát hành chứng khoán trên thị trường tài chính. Dịch vụ này được gọi là “bảo lãnh phát hành” vì các ngân hàng đầu tư thực sự mua chứng khoán từ công ty phát hành và sau đó bán lại chúng ra thị trường, giống những người trung gian vào thế kỷ 18”¹¹. Tác giả Mạc Quang Huy khi nghiên cứu về mô hình ngân hàng đầu tư cũng đã đề cập đến nghiệp vụ ngân hàng đầu tư truyền thống, bao gồm dịch vụ tư vấn và BLPHCK, được coi là nghiệp vụ trên thị trường sơ cấp. Theo tác giả, về cơ bản, ngân hàng đầu tư thực chất là một CTCK nhưng ở mức độ phát triển

⁸ Giuliano Iannotta, (2010), *Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services*, Springer, tr.vii.

⁹ Alan D. Morrison and William J. Wilhelm, Jr, (2007), *Investment Banking: Institution, Politics and Law*, Oxford Scholaship Online, tr.139.

¹⁰ Thomas Lee Hazen, (1995), *Treatise on the Law of Securities Regulation*, West Pub Co, 3rd Edition, tr.81,82.

¹¹ Giuliano Iannotta, (2010), *tlđđ*, tr.4.

cao với các loại nghiệp vụ đa dạng và phức tạp hơn.¹² Do vậy, tại đa số các nước có TTCK chưa phát triển như Việt Nam hay Trung Quốc sử dụng mô hình CTCK để thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và gọi các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư là hoạt động KDCK.

Trong các nghiên cứu, đa số tác giả thường đề cập sâu về khía cạnh nội dung cụ thể của hoạt động BLPCHK với tư cách là hoạt động cung cấp dịch vụ. Nói cách khác, đó là các công việc mà chủ thể cung cấp dịch vụ BLPCHK có thể thực hiện theo yêu cầu của khách hàng là các TCPH. Theo tác giả George và Ahmet, “*BLPHCK là dịch vụ trung gian trong quá trình huy động vốn diễn ra trong các thị trường sơ cấp, hỗ trợ TCPH việc định giá, tiếp thị và phân phối chứng khoán mới phát hành*”.¹³ Tương tự, tác giả Lê Thị Lan Hương đã định nghĩa BLPCHK theo phương thức liệt kê các công việc mà CTCK sẽ thực hiện, bao gồm việc giúp các nhà phát hành thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán, tổ chức phân phối chứng khoán và giúp bình ổn giá chứng khoán trong giai đoạn đầu sau khi phát hành.¹⁴ Hoặc theo tác giả Phạm Thị Giang Thu, “*BLPHCK bao gồm nhiều nội dung khác nhau như tổ chức lại doanh nghiệp, xác định giá trị doanh nghiệp, hướng dẫn lựa chọn tổ chức kiểm toán, lập bản cáo bạch và thực hiện phương thức bảo lãnh. Dựa trên đó, CTCK thực hiện những nội dung cụ thể theo yêu cầu của khách hàng như là từng công đoạn kinh doanh*”¹⁵. Trong một nghiên cứu khác, tác giả Nguyễn Minh Hằng còn tiếp cận BLPCHK với tư cách là một trong bốn phương thức chào bán cổ phần, bên cạnh ba phương thức khác là bán trực tiếp, thông qua đại lý và bán thông qua đấu thầu.¹⁶

Trong khi đó, về phương diện pháp lý, tiêu chí xác định nội hàm của hoạt động BLPCHK chỉ dựa vào phương thức bảo lãnh. Cuốn Từ điển Black’s Law đã định nghĩa, “*BLPHCK (underwriting) được hiểu là cam kết đồng ý mua tất cả hoặc một phần của một đợt phát hành chứng khoán mới sẽ được chào bán ra công chúng*”¹⁷.

Tại Mỹ, thông qua tiêu chí nhận diện “tổ chức bảo lãnh” (underwriter) quy định

¹² Mạc Quang Huy, (2009), *Cẩm nang Ngân hàng đầu tư*, NXB Thống kê, tr.24.

¹³ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.1.

¹⁴ Lê Thị Hương Lan, (2008), *Phát triển hoạt động của CTCK ở Việt Nam*, Luận án tiến sĩ kinh tế, tr.31.

¹⁵ Phạm Thị Giang Thu, (2004), *Một số vấn đề về pháp luật chứng khoán và TTCK ở Việt Nam*, NXB Chính trị quốc gia, tr.140.

¹⁶ Nguyễn Minh Hằng, (2010), *Pháp luật về chào bán cổ phần của công ty cổ phần ở Việt Nam - Những vấn đề lý luận và thực tiễn*, Luận án tiến sĩ luật học, tr.51.

¹⁷ Bryan A. Garner, (2019), *Black’s Law Dictionary*, 11th Edition, Thomson Reuters, tr.1837.

trong Đạo luật Chứng khoán 1933¹⁸ có thể thấy, nội hàm BLPHCK được xác định bao gồm việc mua chứng khoán từ nhà phát hành để phân phối hoặc đề nghị phân phối hay thực hiện phân phối cho TCPH hoặc tham gia trực tiếp hoặc gián tiếp vào việc phân phối chứng khoán.

Tại Trung Quốc, “BLPHCK là hoạt động KDCK, theo đó, CTCK cam kết mua tất cả chứng khoán của một TCPH hoặc mua tất cả số chứng khoán còn lại chưa phân phối hết hoặc chỉ thay mặt TCPH bán chứng khoán và sẽ trả lại số chứng khoán chưa bán hết vào cuối thời hạn bảo lãnh”¹⁹.

Còn tại Thái Lan, Luật Chứng khoán và Giao dịch quy định, “BLPHCK nghĩa là bảo lãnh toàn bộ hoặc một phần chứng khoán từ một công ty hoặc chủ sở hữu chứng khoán để bán cho công chúng nhằm được đền bù một khoản phí hoặc thù lao khác cho dù có hay không có bất kì điều kiện nào”²⁰.

Các nhà làm luật Việt Nam cũng đưa ra định nghĩa chính thức về BLPHCK trong Luật Chứng khoán năm 2019, theo đó, “BLPHCK là việc cam kết với TCPH nhận mua một phần hoặc toàn bộ chứng khoán của TCPH để bán lại hoặc mua số chứng khoán còn lại chưa được phân phối hết hoặc cố gắng tối đa để phân phối số chứng khoán cần phát hành của TCPH”²¹.

Từ việc phân tích các quan điểm, ý kiến, định nghĩa nêu trên về BLPHCK, có thể nhận thấy quan điểm chung của nhà làm luật ở đa số các quốc gia trên thế giới đều thừa nhận rằng, chỉ khi nào TCBL cam kết thực hiện mua chứng khoán hoặc phân phối chứng khoán cho TCPH để được nhận tiền thù lao (với tư cách là tiền công dịch vụ) thì mới được xác định là hoạt động BLPHCK.

Điều này cho thấy, về bản chất, hoạt động BLPHCK bao gồm một số yếu tố cốt lõi như: (i) gắn liền với hoạt động phát hành chứng khoán nhằm mục đích huy động vốn của các chủ thể trên thị trường, đặc biệt đối với chứng khoán được chào bán theo phương thức chào bán ra công chúng; (ii) là hoạt động ngân hàng đầu tư (còn được gọi là hoạt động KDCK), thường do các ngân hàng đầu tư hoặc CTCK thực hiện; (iii) là quan hệ pháp luật phát sinh giữa hai bên chủ thể, bao gồm TCBL và TCPH; (iv) nội dung cốt lõi của hoạt động BLPHCK là việc cam kết mua chứng khoán hoặc nỗ lực phân phối chứng khoán cho nhà đầu tư theo cam kết với TCPH nhằm hưởng phí

¹⁸ The Securities Act of 1933, §2 (11).

¹⁹ Luật Chứng khoán của nước Cộng hòa nhân dân Trung Hoa, ban hành ngày 28/12/2019, Điều 26.

²⁰ Đạo luật Chứng khoán và Giao dịch, B.E. 2535 của Thái Lan, ban hành ngày 12/03/2019, §4 (7).

²¹ Luật chứng khoán số 54/2019/QH14 ngày 26/11/2019, Khoản 31 Điều 4.

dịch vụ.

Trên cơ sở xác định những dấu hiệu mang tính bản chất của hoạt động BLPHCK, tác giả luận án đưa ra khái niệm về BLPHCK như sau:

Bảo lãnh phát hành chứng khoán là hoạt động kinh doanh chứng khoán, theo đó tổ chức bảo lãnh cam kết phân phối chứng khoán cho tổ chức phát hành thông qua việc mua lại chứng khoán phát hành hoặc chỉ thực hiện phân phối chứng khoán cho nhà đầu tư và thực hiện một hoặc một số công việc khác hỗ trợ quá trình chào bán chứng khoán của tổ chức phát hành.

Trong phạm vi nghiên cứu của luận án, nhằm tập trung làm rõ những vấn đề có tính cấp thiết trong thực tiễn, luận án xác định nội dung nghiên cứu pháp luật về BLPHCK như sau:

- Nghiên cứu quy định pháp luật về BLPHCK đối với chứng khoán do các doanh nghiệp phát hành, không bao gồm trái phiếu của Chính phủ. Điều này xuất phát từ hai lí do chính. Một là, xuất phát từ vai trò và tư cách pháp lý đặc biệt của Chính phủ, quá trình phát hành và bảo lãnh loại chứng khoán này luôn tuân theo một cơ chế riêng biệt. Hai là, thực tiễn tại Việt Nam, phát hành chứng khoán đang ngày càng trở thành kênh huy động vốn quan trọng của các doanh nghiệp trong nền kinh tế nhưng vẫn còn chiếm tỷ trọng khá khiêm tốn so với kênh huy động vốn bằng tín dụng ngân hàng truyền thống. Trong khi đó, vai trò của BLPHCK rất mờ nhạt và gần như “bị đóng băng” một thời gian dài. Do giới hạn của Luận án, nghiên cứu sinh muốn tập trung nghiên cứu về nội dung này.

- Tập trung chủ yếu nghiên cứu pháp luật về BLPHCK đối với chứng khoán được chào bán theo phương thức chào bán ra công chúng. Lí do bởi, nhu cầu cần BLPHCK chủ yếu xuất phát từ quá trình chào bán chứng khoán ra công chúng. Về mặt lý thuyết, quy trình chào bán chứng khoán ra công chúng vốn phức tạp và tốn thời gian, đòi hỏi kiến thức và kinh nghiệm chuyên môn nên không đảm bảo tính kinh tế và hiệu quả nếu TCPH trực tiếp thực hiện.²² Thực tế lịch sử phát triển TTCK trên thế giới cũng cho thấy, BLPHCK thường được áp dụng đối với các trường hợp chứng khoán được chào bán ra công chúng. Tuy nhiên, để có cái nhìn toàn diện khi đánh giá về thực trạng pháp luật BLPHCK tại Việt Nam, trong một số nội dung luận án cũng sẽ đề cập đến quy định hiện hành về BLPHCK đối với chứng khoán được chào bán

²² Penghua Sun, (2015), *Initial Public Offerings from the Perspectives of Issuers, Underwriters and Investors: A Review of Financial and Psychological Work*, Doctoral Thesis, University of Cologne, Germany, tr.126.

riêng lẻ.

1.1.2.2. Đặc điểm của bảo lãnh phát hành chứng khoán

Về phương diện lý thuyết, định nghĩa trên cho thấy BLPHCK có những đặc điểm riêng, khác biệt với các hoạt động KDCK khác. Cụ thể như sau:

Thứ nhất, BLPHCK là hoạt động phái sinh từ hoạt động phát hành chứng khoán và luôn gắn liền với hoạt động phát hành chứng khoán.

Điều này thể hiện ở chỗ, BLPHCK ra đời xuất phát từ nhu cầu của TCPH trong quá trình phát hành chứng khoán nhằm huy động vốn. Như George và Ahmet đã giải thích, “các doanh nghiệp cũng như thực thể khác cần huy động vốn mới cho những mục đích khác nhau bằng cách bán các quyền tài chính như cổ phiếu hoặc trái phiếu. Bởi các nhà phát hành này tìm đến thị trường chỉ theo định kỳ, họ thiếu chuyên môn cần thiết để đảm bảo các chứng khoán mới được định giá phù hợp và được bán thành công cho NĐT. Để khắc phục nhược điểm này, nhà phát hành cần các tổ chức tài chính như ngân hàng đầu tư để hỗ trợ việc định giá, tiếp thị và phân phối chứng khoán mới phát hành của họ”²³. Đây chính là nội dung về phương diện kỹ thuật nghiệp vụ của BLPHCK. Nói cách khác, BLPHCK được sinh ra từ hoạt động phát hành chứng khoán và chỉ tồn tại nếu hoạt động phát hành chứng khoán còn tồn tại. Điều này cũng lý giải hai vấn đề: *một là*, tại sao tên gọi của BLPHCK lại gắn liền với cụm từ “phát hành chứng khoán”; *hai là*, pháp luật các nước đưa ra khái niệm về BLPHCK thường luôn đi liền với cụm từ “chứng khoán phát hành” và “TCPH”. Ở mức độ cụ thể hơn có thể nhận thấy, BLPHCK luôn gắn liền với hoạt động phát hành chứng khoán theo phương thức chào bán ra công chúng. Lý do xuất phát từ đặc thù của phương thức chào bán ra công chúng so với phương thức chào bán riêng lẻ. Chính những đặc thù này quyết định sự khác biệt giữa BLPHCK chào bán ra công chúng và BLPHCK chào bán riêng lẻ. Theo đó, hoạt động BLPHCK chào bán ra công chúng đòi hỏi năng lực tài chính, năng lực chuyên môn, uy tín và đạo đức nghề nghiệp ở mức độ cao hơn bởi phạm vi và mức độ ảnh hưởng rộng lớn đến thị trường chứng khoán, đặc biệt là những nhà đầu tư nhỏ lẻ.

Cũng cần lưu ý rằng, nếu nghiên cứu kỹ pháp luật thực định của số ít quốc gia trên thế giới sẽ thấy, nội hàm của khái niệm BLPHCK cũng có xu hướng mở rộng hơn. Ví dụ: theo pháp luật chứng khoán Thái Lan, các chủ sở hữu chào bán chứng

²³ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.1.

khoán ra công chúng cũng có thể thuê TCBL để bảo lãnh cho việc bán chứng khoán của mình trên thị trường thứ cấp.²⁴ Trường hợp ngoại lệ này cho thấy, phạm vi hoạt động BLPHCK đã không còn bó hẹp trong khuôn khổ các đợt phát hành chứng khoán trên thị trường sơ cấp, mà được mở rộng ra đối với các giao dịch chuyển nhượng chứng khoán trên thị trường thứ cấp.

Thứ hai, BLPHCK là hoạt động mang tính chất bảo hiểm rủi ro

Nếu nhìn nhận BLPHCK dưới góc độ quan hệ kinh tế trong việc chia sẻ rủi ro thì tồn tại mối quan hệ giữa bên tham gia bảo hiểm và bên nhận bảo hiểm. Theo đó, TCBL, với tư cách là bên nhận bảo hiểm, có nghĩa vụ gánh chịu rủi ro thay cho TCPH, với tư cách là bên tham gia bảo hiểm trong trường hợp chứng khoán phát hành không được chào bán hết. Khi quan hệ bảo lãnh phát hành được xác lập, rủi ro không chào bán hết chứng khoán sẽ được chuyển dịch từ TCPH sang TCBL thông qua việc TCBL cam kết sẽ mua số chứng khoán của đợt phát hành để đảm bảo TCPH huy động đủ số vốn cần thiết. Đổi lại, TCPH phải trả cho TCBL một khoản phí tương ứng.

Đa số các nhà nghiên cứu đều thừa nhận đặc tính này của BLPHCK. Điển hình khi bàn về khái niệm “TCBL” (underwriter), Thomas cho rằng, thuật ngữ này mang ý nghĩa từ thông lệ bảo hiểm cũ của nước Anh.²⁵ Còn với Ronald (1984), khi phân tích về vai trò của ngân hàng đầu tư với tư cách người bảo lãnh phát hành, đã chỉ ra, bảo lãnh phát hành “là một hình thức chia sẻ rủi ro hoặc bảo hiểm, giải phóng TCPH khỏi một số rủi ro vốn có trong việc chào bán”²⁶. Theo Noam, “TCBL chính là các công ty bảo hiểm ít tốn kém nhất, đặc biệt trong việc phân phối các rủi ro hệ thống”²⁷.

Trong cuốn sách chuyên khảo nghiên cứu riêng về dịch vụ bảo lãnh, George cũng nhận định, “BLPHCK giống như một chính sách bảo hiểm khi tổ chức trung gian phải gánh chịu rủi ro về kết quả của đợt phát hành”²⁸.

Tương tự, theo George và Ahmet, “Trong một thỏa thuận bảo lãnh phát hành đầy đủ, bên trung gian cũng chịu rủi ro về việc phân phối chứng khoán. Dịch vụ chịu rủi ro này, gần giống với chính sách bảo hiểm, đã mang lại tên gọi bảo lãnh phát

²⁴ Đạo luật Chứng khoán và Giao dịch, B.E. 2535 của Thái Lan, ngày 12/03/2019, §4 (7).

²⁵ Thomas Lee Hazen, (1995), tldđ, tr.81-82.

²⁶ Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, (1984), *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review, Vol. 70, No.4, tr.616.

²⁷ Noam Sher, (2014), *Underwriters' Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis*, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol. 27, Iss.2, tr.390.

²⁸ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu (2017), tldđ, tr.1.

*hành phát hành chứng khoán (underwriting). Đối lại, nhà phát hành phải trả cho TCBL một khoản phí tương ứng với phạm vi dịch vụ được nhận”.*²⁹

Xem xét trên phương diện pháp luật thực định, nhà làm luật các nước đều thể hiện qua điểm đồng tính về tính chất bảo hiểm rủi ro của BLPHCK thông qua việc xây dựng cơ chế hoạt động của BLPHCK có một số điểm tương đồng với cơ chế của hoạt động bảo hiểm. Đặc biệt, việc sử dụng cơ chế chia sẻ rủi ro giữa các TCBL thông qua việc cho phép thành lập tổ hợp bảo lãnh tương đồng với quan hệ tái bảo hiểm.

Thứ ba, BLPHCK là hoạt động KDCK có tính rủi ro cao nhất

Tại các nước có TTCK phát triển, hoạt động KDCK hay còn gọi là hoạt động ngân hàng đầu tư thường do các ngân hàng đầu tư thực hiện. Trong đó, BLPHCK được coi là hoạt động ngân hàng đầu tư truyền thống lâu đời nhất. Tác giả Mạc Quang Huy đã nhận xét trong cuốn sách nghiên cứu riêng về ngân hàng đầu tư của mình rằng, “*ngân hàng đầu tư thực chất là CTCK nhưng ở mức độ phát triển cao với các loại nghiệp vụ đa dạng và phức tạp hơn*”³⁰. Theo tác giả, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư³¹ gồm 05 nghiệp vụ chính: 1) Nghiệp vụ đầu tư (Sales & Trading); 2) Nghiệp vụ ngân hàng bán buôn (Merchant Banking); 3) Nghiệp vụ nhà môi giới chính (Prime Brokerage); 4) Nghiệp vụ ngân hàng đầu tư gồm BLPHCK và tư vấn tài chính doanh nghiệp (Investment Banking); 5) Nghiệp vụ nghiên cứu (Research) và 6) Nghiệp vụ quản lý đầu tư (Investment Management).

Tại Việt Nam, TTCK chưa phải là thị trường phát triển, hoạt động KDCK được tổ chức đơn giản hơn và do các CTCK thực hiện. Theo quy định tại Khoản 28 Điều 4 Luật Chứng khoán, hoạt động KDCK bao gồm các nghiệp vụ chính sau: môi giới chứng khoán, tự doanh chứng khoán, BLPHCK, tư vấn đầu tư chứng khoán, quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, quản lý danh mục đầu tư chứng khoán.

Dựa vào mức độ rủi ro, có thể chia các hoạt động KDCK thành hai nhóm: Một là nhóm có tính rủi ro thấp, được thực hiện chủ yếu dựa vào nguồn vốn nhân lực, gồm các hoạt động thuần túy chỉ mang tính chất tư vấn hoặc thực hiện dịch vụ theo lệnh của khách hàng như môi giới, tư vấn, quản lý quỹ đầu tư, quản lý danh mục đầu tư. Rủi ro lớn nhất xảy ra khi thực hiện sai lệnh của khách hàng. Do tính chất và quy

²⁹ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.1.

³⁰ Mạc Quang Huy, (2010), *Cẩm nang ngân hàng đầu tư*, NXB Thống kê, tr.24.

³¹ Mặc dù chủ ý của tác giả sử dụng thuật ngữ “nghiệp vụ” thay cho thuật ngữ “hoạt động” để nhấn mạnh yếu tố chuyên môn nghề nghiệp của chủ thể kinh doanh nhưng xét về bản chất, “nghiệp vụ ngân hàng đầu tư” và “hoạt động ngân hàng đầu tư” mang ý nghĩa tương đương nhau.

mô các lệnh của khách hàng thường bị pháp luật giới hạn nên rủi ro so với mức độ “chịu đựng” của chủ thể thực hiện thường không đáng kể. *Hai* là nhóm có tính rủi ro cao, đòi hỏi phải có nguồn tài chính tương đối lớn để thực hiện, gồm hoạt động tự doanh và hoạt động BLPHCK. Chủ thể thực hiện phải dùng nguồn vốn của mình để đầu tư mua chứng khoán – loại hàng hóa có giá cả chịu ảnh hưởng rất lớn từ biến động của thị trường.

So sánh với hoạt động tự doanh, BLPHCK có mức độ rủi ro cao hơn khá nhiều. Điều này xuất phát từ một số lí do chính sau:

- Tính bị động trong việc đầu tư: TCBL phải mua lại số chứng khoán chưa phân phối hết của TCPH như đã cam kết, không được quyền thay đổi về mã chứng khoán, số lượng, giá cả và thời điểm thực hiện.

- Tài sản đầu tư là loại chứng khoán đang không đủ sức hấp dẫn các NĐT trên thị trường, ảnh hưởng tới tính thanh khoản sau này;

- Vốn đầu tư phải bỏ ra để thực hiện cam kết mua chứng khoán thường lớn, có thể gồm toàn bộ số chứng khoán phát hành hoặc số chứng khoán còn lại của đợt phát hành chưa phân phối hết.

- TCBL phải thực hiện chức năng “trung gian thông tin”³² hay “cầu nối khoảng trống thông tin”³³ giữa TCPH và NĐT. Pháp luật các nước thường quy định rõ trách nhiệm bồi thường của TCBL trong trường hợp việc thẩm định thông tin có sai sót gây thiệt hại cho NĐT.

Từ những lí do trên, có thể xác định ba rủi ro chính mà TCBL có thể phải gánh chịu trong quá trình thực hiện hoạt động này, bao gồm:

- Rủi ro phân phối chứng khoán của đợt phát hành: trường hợp không phân phối hết chứng khoán cam kết bảo lãnh, TCBL buộc phải mua số chứng khoán này như một khoản đầu tư. Thực tế cho thấy, những chứng khoán này thường kém hấp dẫn do chất lượng thấp hoặc định giá quá cao. TCBL sẽ gặp khó khăn trong việc tất toán khoản đầu tư này trong tương lai và phải chịu thua lỗ.

- Rủi ro hệ thống: TCBL thường phải bỏ ra số vốn lớn để thực hiện cam kết mua chứng khoán bảo lãnh, chiếm tỷ trọng cao trong tổng nguồn vốn chủ sở hữu trong khi lại chỉ tập trung vào một loại chứng khoán, dẫn đến tình trạng “trứng đều ở trong một giỏ”. Việc này ảnh hưởng lớn đến khả năng phân bổ nguồn lực triển khai các hoạt

³² Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, (1984), *tlđđ*, tr.616.

³³ Noam Sher, (2014), *tlđđ*, tr.393.

động kinh doanh khác của TCBL.

- Rủi ro phải gánh chịu trách nhiệm đối với NĐT trong trường hợp thẩm định thông tin về đợt phát hành có sai sót.

Việc xác định đúng tính chất và mức độ rủi ro của BLPHCK có ý nghĩa quan trọng trong việc xây dựng các hàng rào pháp lý cần thiết để tạo giới hạn an toàn cho các chủ thể trong quá trình thực hiện hoạt động này.

Thứ tư, BLPHCK là hoạt động kinh doanh chứng khoán hỗn hợp

Nói cách khác, BLPHCK là hoạt động mang tổng hòa tính chất của các hoạt động KDCK khác. Điều này thể hiện rõ nét khi so sánh BLPHCK với từng hoạt động KDCK cụ thể dưới đây:

Một là, BLPHCK mang tính chất của hoạt động tư vấn tài chính doanh nghiệp.

Cùng với BLPHCK, tư vấn tài chính doanh nghiệp được coi là hoạt động ngân hàng đầu tư truyền thống. Tên gọi của hoạt động này xuất phát từ lí do hoạt động được thực hiện chủ yếu dựa vào việc sử dụng kiến thức chuyên môn trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp. Khi nghiên cứu về lịch sử phát triển của ngành ngân hàng đầu tư, tác giả Alan nhận thấy, các ngân hàng đầu tư đã thực hiện hoạt động tư vấn tài chính doanh nghiệp từ cuối thế kỷ 19, thông qua việc tổ chức lại các doanh nghiệp gặp khó khăn về tài chính, đặc biệt là ngành đường sắt.³⁴ Các ngân hàng đầu tư này được gọi là “các kĩ sư tài chính”³⁵. Cùng với sự phát triển của thị trường tài chính, phạm vi hoạt động tư vấn tài chính doanh nghiệp ngày càng được mở rộng. Cho đến nay, về cơ bản, hoạt động tư vấn tài chính doanh nghiệp bao gồm các nghiệp vụ chính như: tư vấn phát hành, niêm yết chứng khoán, tư vấn tái cấu trúc doanh nghiệp, tư vấn M&A.

Hoạt động BLPHCK với nội dung cốt lõi thực hiện các cam kết để đạt được sự thành công của đợt phát hành. Muốn như vậy, trước hết, TCBL phải tiến hành tìm hiểu, phân tích và đánh giá về tình hình kinh doanh hiện tại, đặc biệt tình hình tài chính và triển vọng trong tương lai của TCPH. Trên cơ sở đó, tư vấn cho TCPH phương án phát hành chứng khoán phù hợp với nhu cầu và khả năng của TCPH cũng như các điều kiện luật định. Sau khi phương án phát hành được phê duyệt, TCBL tiếp tục hỗ trợ TCPH chuẩn bị các hồ sơ tài liệu cần thiết cho đợt phát hành và tiến hành

³⁴ Alan D. Morrison and William J. Wilhelm, Jr, (2007), *Investment Banking: Institutions, Politics, and Law*, Oxford University Press Inc, NewYork, tr.175.

³⁵ Alan D. Morrison and William J. Wilhelm, Jr, (2007), *tlđđ*, tr.5.

thủ tục đăng kí với cơ quan nhà nước. Tác giả Vũ Thị Kim Liên đã nhận định, “*không thể thực hiện bảo lãnh phát hành khi không xem xét vấn đề tài chính của công ty và ngược lại, trong một đợt phát hành nếu chỉ đưa ra dịch vụ tư vấn tài chính không thôi thì hiệu quả của đợt phát hành không cao...*”³⁶. Có thể nhận thấy, tất cả những công việc nêu trên được TCBL thực hiện thực chất là nội dung của hoạt động tư vấn tài chính doanh nghiệp.

Hai là, BLPHCK mang tính chất của hoạt động môi giới chứng khoán

Trước tiên, cần khẳng định, BLPHCK là hoạt động diễn ra trên thị trường sơ cấp, trong khi môi giới chứng khoán là hoạt động diễn ra trên thị trường thứ cấp. Tuy nhiên, điểm chung giữa hai hoạt động thể hiện ở vai trò tìm kiếm NĐT có nhu cầu mua chứng khoán của chủ thể thực hiện. Đặc biệt, điểm chung này càng trở nên rõ nét hơn khi đối tượng của hoạt động môi giới là chứng khoán chưa niêm yết, không có cơ chế giao dịch khớp lệnh tự động giữa người mua và người bán.

Trong BLPHCK, công việc quan trọng và cũng khó khăn nhất của TCBL là tìm kiếm NĐT có nhu cầu mua chứng khoán của TCPH. Đối với hình thức phát hành riêng lẻ, quy mô vốn cần huy động thường không quá cao với số lượng NĐT ít nên một số TCPH có thể tự mình thực hiện. Tuy nhiên, đa số các TCPH sẽ gặp khó khăn khi phát hành chứng khoán với hình thức chào bán ra công chúng. Những hạn chế về kỹ năng, trình độ chuyên môn, mạng lưới quan hệ và kinh nghiệm ngành nghề của TCPH là lí do cản trở việc tìm kiếm các NĐT. Với vai trò đảm bảo cho việc phân phối chứng khoán được thành công, TCBL thông qua mạng lưới khách hàng đã có của mình cùng với uy tín, kinh nghiệm sẵn có trên thị trường có thể dễ dàng tiếp cận được số lượng lớn các NĐT có nhu cầu mua chứng khoán. Đặc biệt, có thể tận dụng ngay cơ sở khách hàng đang sử dụng dịch vụ môi giới của chính TCBL. Theo George, các TCBL có nhiều liên hệ với mạng lưới khách hàng bán lẻ và khách hàng tổ chức. Thông qua các cuộc roadshow, các TCBL có thể truyền đạt giúp NĐT có được thông tin quan trọng về đợt phát hành.³⁷

Trên thực tế, các TCBL thường hợp tác với nhau thành lập thành tổ hợp để bảo lãnh cho một đợt phát hành nhằm mở rộng mạng lưới khách hàng. Một số TCBL trong tổ hợp chỉ có vai trò như một đại lý, tìm kiếm NĐT mua chứng khoán và hưởng phí trên số chứng khoán bán được. Về bản chất, phí này chính là hoa hồng môi giới,

³⁶ Vũ Thị Kim Liên, (2001), *tlđđ*, tr.42.

³⁷ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.2.

thường được tính bằng phần trăm giá trị chứng khoán đã bán được.

Ba là, BLPHCK mang tính chất của hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán

Hiểu một cách chung nhất, hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán là việc cung cấp các ý kiến phân tích, đánh giá, khuyến nghị liên quan đến chứng khoán.³⁸ Các ý kiến này thường do các chuyên gia (còn gọi là nhà phân tích hoặc nhà nghiên cứu) được cấp chứng chỉ hành nghề thực hiện. Họ thường xuyên theo dõi tình hình liên quan đến các chứng khoán trên thị trường, cập nhật và phân tích các thông tin có khả năng ảnh hưởng trực tiếp tới biến động giá của chứng khoán, đặc biệt thông tin về TCPH, ngành nghề kinh doanh và nền kinh tế nói chung. Kết thúc quá trình nghiên cứu và phân tích thường bằng khuyến nghị mua, bán hoặc giữ chứng khoán giành cho NĐT. Trên thị trường, đa số NĐT là những người không được đào tạo bài bản trong lĩnh vực đầu tư chứng khoán. Mặt khác, họ thường tiến hành đầu tư một cách riêng lẻ, khả năng theo dõi, tìm kiếm các thông tin liên quan đến chứng khoán đầu tư gặp nhiều khó khăn hoặc phải trả chi phí rất lớn. Do vậy, xu hướng ngày càng nhiều NĐT dựa vào ý kiến của các nhà phân tích để khắc phục hạn chế về trình độ chuyên môn, khả năng tiếp cận thông tin của mình.

Xét trong bối cảnh các đợt phát hành chứng khoán cũng có tình trạng tương tự. NĐT ít sẵn sàng đầu tư vào chứng khoán do các công ty mới phát hành vì có ít thông tin về tình hình hoạt động của công ty đó. Kết quả là, các công ty ít nhận được phản hồi của thị trường về đợt phát hành chứng khoán trong lúc họ đang cần nhất sự phản hồi này. Nhà nghiên cứu Alan (2007) đã đánh giá *“những vấn đề này là nghiêm trọng nhất khi chứng khoán được phát hành lần đầu...Chúng đóng vai trò như một lực cản đối với việc phát hành chứng khoán: các NĐT không có sự hiểu biết không sẵn sàng mua chứng khoán và các công ty không sẵn sàng huy động vốn mà không hiểu biết tốt về phản ứng của thị trường”*.³⁹

Khi tiến hành BLPHCK, TCBL có điều kiện tiếp cận trực tiếp các thông tin về tình hình hoạt động kinh doanh của TCPH. Đội ngũ chuyên gia phân tích nhiều kinh nghiệm của TCBL sẽ tiến hành nghiên cứu những thông tin này để đưa ra các báo cáo phân tích về TCPH và chứng khoán được phát hành. Báo cáo bao gồm những đánh giá về tình hình hiện tại, triển vọng tương lai của TCPH và sức hấp dẫn của chứng khoán phát hành. TCBL thường tổ chức các buổi roadshow để giới thiệu về đợt phát

³⁸ Nguyễn Ngọc Hòa, (2000), *Từ điển giải thích thuật ngữ luật học*, NXB Công an nhân dân, Trường Đại học Luật Hà Nội, tr.306.

³⁹ Alan D. Morrison and William J. Wilhelm, Jr, (2007), *tlđđ*, tr.5

hành tới các NĐT và cung cấp các báo cáo phân tích. Đây là những thông tin vô cùng quan trọng để NĐT xem xét và đưa ra quyết định có đăng kí mua chứng khoán phát hành hay không. Có thể nói, việc làm trên của TCBL chính là việc thực hiện một hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán, với điểm đặc thù là chứng khoán khuyến nghị mua chưa chính thức đưa ra lưu hành trên thị trường.

Bốn là, BLPHCK mang tính chất của hoạt động tự doanh

Điều này được thể hiện qua việc TCBL phải dùng nguồn vốn kinh doanh của mình để mua chứng khoán của đợt phát hành trong trường hợp NĐT không đăng kí mua hết. Họ sẽ nắm giữ số chứng khoán này như một khoản đầu tư dài hạn hoặc ngắn hạn tùy thuộc biến động giá trên thị trường và khả năng chấp nhận lãi/lỗ. Đây chính là lí do pháp luật các nước thường quy định chủ thể muốn thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành phải được cấp phép thực hoạt động tự doanh trước đó.⁴⁰ Điểm khác biệt lớn nhất giữa hai hoạt động này nằm ở “thái độ thực hiện” của TCBL. Hoạt động tự doanh luôn được thực hiện một cách chủ động trên cơ sở chiến lược và kế hoạch đầu tư đã được xác định từ trước đó. Chủ thể đầu tư luôn kiểm soát được quá trình thực hiện đầu tư của mình, chi tiết tới từng mã chứng khoán, số lượng, giá giao dịch, điểm cắt lỗ, chốt lãi.... Trong khi đó, việc nắm giữ chứng khoán khi thực hiện bảo lãnh phát hành là điều hoàn toàn không mong muốn của TCBL, mang tính bị động mặc dù trước đó đã có dự liệu.

Thứ năm, NĐT là chủ thể “ẩn danh” trong quan hệ BLPHCK

Trong quan hệ BLPHCK, NĐT không phải là chủ thể trực tiếp tham gia vào quan hệ pháp luật này nhưng luôn có quyền và lợi ích liên quan. Điều này thể hiện ở chỗ, mặc dù BLPHCK là quan hệ xã hội phát sinh giữa hai chủ thể, gồm TCBL và TCPH nhưng xét trong phạm vi cả quá trình thực hiện BLPHCK, quan hệ này luôn có sự liên quan đến bên thứ ba là NĐT. Trong mối quan hệ phức tạp này, TCBL đóng vai trò trung gian “chứng nhận” thông tin của TCPH để cung cấp cho các NĐT trên thị trường. Sở dĩ NĐT không thể trực tiếp tiếp nhận và cũng không có khả năng thẩm định những thông tin từ TCPH bởi những hạn chế nhất định về năng lực cá nhân. NĐT thường là những cá thể đầu tư độc lập, không có mối liên hệ với nhau, trình độ chuyên môn có hạn nên chi phí cho việc tiếp cận và đánh giá thông tin về đợt phát hành rất lớn. Với thế mạnh về đội ngũ nhân sự, mạng lưới hoạt động, kinh nghiệm và

⁴⁰ Chủ yếu tại các nước quy định điều kiện cấp phép độc lập đối với từng hoạt động KDCK. Ví dụ: tại Việt Nam có quy định: “CTCK chỉ được cấp phép thực hiện nghiệp vụ BLPHCK khi được cấp phép thực hiện nghiệp vụ tự doanh chứng khoán”, Khoản 3 Điều 72 Luật Chứng khoán năm 2019.

uy tín, TCBL có đủ khả năng tiếp cận và thẩm định những thông tin từ TCPH để cung cấp cho NĐT.

Theo thông lệ, phí bảo lãnh là một hạng mục trong tổng chi phí chung của đợt phát hành và được tính vào giá chứng khoán chào bán. Khi chứng khoán được chào bán thành công cho NĐT, có nghĩa, NĐT là người phải chi trả khoản phí bảo lãnh, không phải TCPH. Điều này có nghĩa, để nhận được “chứng nhận” về thông tin của đợt phát hành, NĐT thông qua TCPH trả phí cho TCBL. Đây có thể xem như “sự ủy quyền trong im lặng” của NĐT cho TCPH.

Dưới góc độ quản lý nhà nước, quan hệ “cung cấp dịch vụ” giữa TCBL và NĐT cũng như quan hệ “ủy quyền” giữa TCPH và NĐT là sản phẩm của những nhà lập pháp, không phải là sự tự thỏa thuận giữa các bên với nhau. Các nhà lập pháp đã sử dụng TCBL như một “người gác cổng” để bảo vệ lợi ích chính đáng cho NĐT, chủ thể luôn ở vị trí yếu thế hơn rất nhiều trong quan hệ với TCPH, bằng việc “tự mình” trao vai trò “chứng nhận” cho TCBL mà không cần các bên chủ thể phải ghi nhận dưới các hình thức pháp lý thông dụng như văn bản hợp đồng hay thỏa thuận. Do vậy, có thể nói, NĐT như chủ thể “ẩn danh” trong quan hệ BLPHCK. Để đảm bảo tính thực thi, pháp luật thực định các nước thường quy định trách nhiệm pháp lý của TCBL trong trường hợp có sai sót trong việc thẩm định thông tin về đợt phát hành gây thiệt hại cho NĐT. Đây được xác định là loại trách nhiệm pháp lý ngoài hợp đồng.

Tại Hoa Kỳ, mục 11 Đạo luật chứng khoán 1933 và Quy tắc 10b-5 Đạo luật giao dịch chứng khoán 1934 phân định rõ mức độ trách nhiệm pháp lý của TCBL đối với NĐT trong hai trường hợp, bao gồm đối với phần thông tin mang tính chuyên môn và phần thông tin không mang tính chuyên môn.

Tại Trung Quốc, Điều 29 Luật chứng khoán 2019 chỉ rõ, khi BLPHCK, CTCK phải kiểm tra tính xác thực, chính xác và toàn vẹn của hồ sơ chào bán chứng khoán ra công chúng. Trường hợp vi phạm và gây ra bất kỳ tổn thất nào cho NĐT thì công ty phải chịu trách nhiệm bồi thường theo quy định của pháp luật.

Pháp luật Thái Lan cũng quy định TCBL phải chịu trách nhiệm trong trường hợp tuyên bố đăng ký và bản cáo bạch chứa tuyên bố hoặc thông tin sai lệch hoặc không tiết lộ sự thật quan trọng cần được nêu trong đó, trừ khi chứng minh được rằng họ không biết về sự thật hoặc bởi vị trí của họ không thể biết.⁴¹

Tóm lại, việc nhìn nhận đúng vị trí, vai trò của NĐT trong quan hệ BLPHCK là

⁴¹ Đạo luật Chứng khoán và Giao dịch, B.E. 2535 của Thái Lan, ban hành ngày 12/03/2019, §83.

cơ sở để các nhà làm luật đưa ra các quy định phù hợp nhằm điều chỉnh hành vi của chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành. Qua đó, nhằm bảo vệ quyền lợi chính đáng cho NĐT trên thị trường.

Thứ sáu, chủ thể thực hiện BLPHCK thường phải tuân thủ các giới hạn an toàn trong quá trình triển khai thực hiện nghiệp vụ BLPHCK

Đặc trưng này hoàn toàn xuất phát từ tích chất rủi ro cao của hoạt động BLPHCK. Trong các loại hình bảo lãnh phát hành, bảo lãnh theo hình thức cam kết chắc chắn có mức độ rủi ro cao nhất bởi phải cam kết mua toàn bộ chứng khoán của đợt phát hành để phân phối lại. Do vậy, giới hạn an toàn thường đặt ra đối với hình thức bảo lãnh này và ở mức độ nghiêm ngặt nhất. Mang tính chất của hoạt động tự doanh nên bảo lãnh theo hình thức cam kết chắc chắn phải tuân thủ các giới hạn về hạn mức vốn đầu tư, tỷ lệ đầu tư xét trong phạm vi hoạt động BLPHCK nói riêng và phạm vi toàn bộ hoạt động đầu tư của TCBL nói chung. Ví dụ tại Việt Nam, hạn mức vốn đầu tư phải đảm bảo tổng giá trị của tất cả các hợp đồng bảo lãnh phát hành theo hình thức cam kết chắc chắn còn hiệu lực không được lớn hơn 100% vốn chủ sở hữu tính theo báo cáo tài chính quý gần nhất⁴²; đồng thời không được đầu tư quá 70% vốn chủ sở hữu vào cổ phiếu, phần vốn góp và dự án kinh doanh⁴³. Tỷ lệ đầu tư vào một TCPH cũng phải đảm bảo không được đầu tư quá 15% tổng số cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đang lưu hành của một tổ chức chưa niêm yết⁴⁴ và 20% đối với tổ chức niêm yết⁴⁵. Những giới hạn này nhằm đảm bảo an toàn về nguồn vốn cũng như phân tán rủi ro trong hoạt động đầu tư chứng khoán của TCBL.

Ngoài ra, TCBL phải tuân thủ giới hạn an toàn trong quan hệ với TCPH và NĐT để tránh xung đột lợi ích. Thông thường, pháp luật các nước không cho phép TCBL cung cấp dịch vụ bảo lãnh cho TCPH và phân phối chứng khoán cho một số đối tượng thuộc diện có liên quan đến TCBL.

Về nội dung này, nhà làm luật Trung Quốc đã lựa chọn cách thức điều chỉnh “nói lỏng đầu vào” và “thắt chặt đầu ra”. Cụ thể, pháp luật cho phép TCPH chứng

⁴² Thông tư số 210/2012/TT-BTC ngày 30/11/2012 hướng dẫn về thành lập và hoạt động công ty chứng khoán, Điểm a Khoản 2 Điều 54.

⁴³ Thông tư số 07/2016/TT-BTC ngày 18/01/2016 sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 210/2012/TT-BTC ngày 30/11/2012 hướng dẫn về thành lập và hoạt động công ty chứng khoán, Khoản 14 Điều 1.

⁴⁴ Thông tư số 07/2016/TT-BTC, tđđ, Khoản 14 Điều 1.

⁴⁵ Thông tư số 210/2012/TT-BTC, tđđ, Điểm c Khoản 4 Điều 44.

khoán ra công chúng được độc lập lựa chọn TCBL.⁴⁶ Bù lại, quy định phạm vi rất rộng các đối tượng mà TCBL không được phân phối cổ phần trong quá trình TCPH chào bán cổ phần lần đầu ra công chúng.⁴⁷ Những đối tượng này chủ yếu có liên quan về lợi ích, về tính chất sở hữu, quan hệ nhân thân... đến TCBL hoặc TCPH. Thậm chí, quy định còn bao hàm cả đối tượng là những các tổ chức, cá nhân có khả năng dẫn đến hành vi không đúng đắn hoặc thu lợi bất chính thông qua việc phân bổ chứng khoán.

Kiểm soát theo hướng nghiêm ngặt hơn, pháp luật Thái Lan “thắt chặt cả đầu vào và đầu ra”. Ban kiểm soát thị trường vốn của Thái Lan đã ban hành Quy tắc, điều kiện và thủ tục BLPCHK, trong đó quy định rất cụ thể các trường hợp cấm tham gia với tư cách là TCBL phát hành và các trường hợp không được đăng ký mua chứng khoán phát hành vì có liên quan đến TCBL.⁴⁸ Trong khi đó, các nhà làm luật tại Việt Nam lựa chọn cách thức “thắt chặt đầu vào”. Quy định pháp luật không cho phép TCBL được bảo lãnh theo hình thức cam kết chắc chắn hoặc là người bảo lãnh chính đối với các TCPH thuộc đối tượng có liên quan với TCBL.⁴⁹

Nhìn chung, việc đặt ra các giới hạn an toàn là biện pháp hữu hiệu để giảm thiểu rủi ro cho hoạt động BLPCHK. Đây được coi là “hành lang dẫn đường” để đảm bảo an toàn cho các chủ thể trong quá trình tổ chức thực hiện hoạt động này.

Tóm lại, việc nhận diện đúng các đặc trưng của BLPCHK có ý nghĩa vô cùng quan trọng, là cơ sở lý luận để các nhà làm luật xây dựng hành lang pháp lý phù hợp cho hoạt động BLPCHK. Chỉ có như vậy, hoạt động BLPCHK mới được triển khai hiệu quả trên thực tế, đồng thời đảm bảo tính an toàn cho các chủ thể thực hiện nói riêng và TTCK nói chung. Ngoài ra, kết quả nghiên cứu nêu trên cũng đã trả lời cho câu hỏi nghiên cứu số 1 về đặc thù của hoạt động BLPCHK và chứng minh giả định kèm theo được NCS đặt ra trong luận án là đúng đắn.

1.1.2.3. Bản chất pháp lý của bảo lãnh phát hành chứng khoán

Qua nghiên cứu về khái niệm và đặc điểm của BLPCHK nêu trên, tác giả luận

⁴⁶ Luật chứng khoán Trung Quốc, tldd, Điều 27.

⁴⁷ Quyết định số 144 được Ủy ban điều tiết Chứng khoán Trung Quốc thông qua ngày 14/06/2018 về việc sửa đổi các biện pháp quản lý phát hành và BLPCHK, Điều 16.

⁴⁸ Thông báo số Tor Thor.27/2559 có hiệu lực ngày 01/08/2016 của Ban kiểm soát thị trường vốn Thái Lan về việc ban hành Quy tắc, điều kiện và thủ tục BLPCHK, Điều 8 và 20.

⁴⁹ Thông tư số 210/2012/TT-BTC ngày 30/11/2012 hướng dẫn về thành lập và hoạt động công ty chứng khoán, Điều 55.

án cho rằng bản chất pháp lý của BLPHCK được thể hiện ở một số nhận định sau:

Thứ nhất, BLPHCK không theo tinh thần của cách hiểu phổ thông về khái niệm “bảo lãnh”⁵⁰ nói chung và cũng khác hoàn toàn về bản chất với bảo lãnh trong khoa học luật dân sự nói riêng⁵¹. BLPHCK không phải là một giao dịch bảo đảm thực hiện nghĩa vụ theo quy định của Bộ luật dân sự.⁵² Về vấn đề này, tác giả Nguyễn Văn Tuyền (2014)⁵³ đã luận giải hợp lý rằng, đối tượng của hành vi bảo lãnh phát hành chính là việc phát hành chứng khoán ra công chúng của TCPH và về bản chất, việc phát hành chứng khoán là quyền chứ không phải là một nghĩa vụ tài sản của TCPH cần phải thực hiện đối với người thứ ba.

Thứ hai, BLPHCK là một hợp đồng dịch vụ trong lĩnh vực chứng khoán được giao kết giữa TCBL với TCPH, theo đó TCBL cam kết với TCPH nhận mua một phần hoặc toàn bộ chứng khoán của TCPH để bán lại hoặc mua số chứng khoán còn lại chưa được phân phối hết hoặc cố gắng tối đa để phân phối số chứng khoán cần phát hành của TCPH (Khoản 31 Điều 4 Luật Chứng khoán 2019).

Về nội dung này, tác giả luận án đồng ý với quan điểm cho rằng, bản chất pháp lý của BLPHCK là việc TCBL thực hiện các cam kết theo hợp đồng với TCPH, nhằm thực hiện một hoặc một số hoạt động để phát hành chứng khoán.⁵⁴ Hoạt động quan trọng nhất và không thể thiếu trong nội dung cam kết BLPHCK chính là cam kết về phương thức bảo lãnh. Theo đó, TCBL cam kết mua chứng khoán (có thể mua một số lượng chứng khoán nhất định của TCPH để bán lại cho NĐT hoặc mua số chứng khoán còn lại chưa được NĐT mua hết) hoặc nỗ lực tối đa phân phối chứng khoán cho TCPH. Nếu không có nội dung cam kết về phương thức bảo lãnh thì không được coi là BLPHCK. Điều này thể hiện trong cách xác định nội hàm khái niệm BLPHCK của pháp luật đa số các nước dựa trên tiêu chí về phương thức bảo lãnh. Ngoài cam

⁵⁰ Theo cách hiểu phổ thông, “bảo lãnh là việc bảo đảm người khác thực hiện một nghĩa vụ và chịu trách nhiệm nếu người đó không thực hiện”- xem Hoàng Phê, (2020), *Từ điển Tiếng Việt*, NXB Hồng Đức, Viện Ngôn ngữ học, tr.48.

⁵¹ Trong khoa học luật dân sự, “bảo lãnh là biện pháp bảo đảm thực hiện nghĩa vụ dân sự, theo đó người bảo lãnh đứng ra cam kết với bên có quyền về việc họ có trách nhiệm dùng tài sản của mình để thực hiện nghĩa vụ thay cho bên có nghĩa vụ nếu đến thời hạn thực hiện nghĩa vụ mà bên có nghĩa vụ không thực hiện, thực hiện không đúng, không đầy đủ nghĩa vụ của mình”- xem Nguyễn Ngọc Hòa, (1999), *Từ điển giải thích thuật ngữ luật học*, NXB Công an nhân dân, Trường Đại học Luật Hà Nội, tr.20 và Bộ luật Dân sự số 91/2015/QH13 ngày 24/11/2015, Khoản 1 Điều 335

⁵² Điều 292 Bộ luật Dân sự 2015.

⁵³ Nguyễn Văn Tuyền, (2014), *Giáo trình Luật chứng khoán*, NXB Giáo dục Việt Nam, tr.132.

⁵⁴ Phạm Thị Giang Thu, 2004, *Một số vấn đề về pháp luật chứng khoán và TTCK ở Việt Nam*, NXB Chính trị quốc gia, tr.140.

kết về phương thức bảo lãnh, TCBL có thể thực hiện một số hoạt động khác cho TCPH, như tư vấn về hồ sơ thủ tục chào bán, định giá chứng khoán, xây dựng bản cáo bạch hoặc thực hiện các biện pháp bình ổn giá chứng khoán (thường chỉ áp dụng tại TTCK phát triển). Đây là những hoạt động mang tính phụ trợ, bổ sung cho việc thực hiện phương thức bảo lãnh.

Thứ ba, BLPHCK là một hoạt động kinh doanh thương mại đặc thù.

Mặc dù Luật thương mại Việt Nam hiện hành chưa quy định rõ BLPHCK là một loại hình dịch vụ thương mại nhưng theo thông lệ quốc tế, hoạt động này luôn được xem là hoạt động thương mại đặc thù và chịu sự điều chỉnh của pháp luật thương mại (với tư cách là luật chung) và luật chứng khoán (với tư cách là luật chuyên ngành). Trong đó, TCBL với tư cách là bên cung ứng dịch vụ còn TCPH với tư cách bên sử dụng dịch vụ. Nội dung trọng tâm của dịch vụ là cam kết sẽ mua chứng khoán của TCPH để bán lại cho NĐT hoặc mua số chứng khoán còn lại chưa được phân phối hết hoặc thực hiện phân phối chứng khoán cho NĐT. Ngoài ra, hai bên có thể thỏa thuận thêm các công việc khác như tư vấn về hồ sơ thủ tục chào bán, định giá chứng khoán, xây dựng bản cáo bạch... Đổi lại, TCPH có nghĩa vụ thanh toán cho TCBL một khoản phí dịch vụ, thường gọi là phí bảo lãnh. Thông thường, mức phí bảo lãnh tỷ lệ thuận với mức độ cung ứng dịch vụ hay mức độ cam kết của TCBL.

Thứ tư, bản chất pháp lý của quan hệ BLPHCK không phải là quan hệ đại diện hay quan hệ ủy quyền

Về vấn đề này, đã từng có quan điểm cho rằng quan hệ giữa TCBL và TCPH là quan hệ ủy quyền hay quan hệ đại diện. Về nguyên tắc, nếu coi bản chất pháp lý của BLPHCK là quan hệ ủy quyền hay quan hệ đại diện thì TCBL phải thực hiện các công việc liên quan đến phát hành chứng khoán vì lợi ích của TCPH và đặt lợi ích của TCPH lên trên lợi ích của mình, thậm chí không được hành xử vượt quá phạm vi thẩm quyền đại diện. Còn nếu coi là quan hệ cung cấp dịch vụ thông thường trong thương mại thì phạm vi trách nhiệm của TCBL sẽ được xác định bởi giới hạn thỏa thuận của các bên trong hợp đồng. Tại Mỹ, quốc gia có TTCK phát triển bậc nhất, vấn đề này đã được trực tiếp đề cập đến trong phán quyết ngày 08/12/2011 của tòa phúc thẩm NewYork liên quan đến vụ kiện giữa EBC I, Inc và Goldman Sachs & Co khi Goldman Sachs & Co là đơn vị bảo lãnh cho đợt IPO cổ phiếu phổ thông của

EBC I, Inc.⁵⁵ Bên nguyên đơn EBC I, Inc đã cáo buộc Goldman Sachs vi phạm nghĩa vụ ủy thác khi đưa ra lời khuyên về các điều kiện thị trường để định giá cổ phiếu chào bán đã gây thiệt hại cho nguyên đơn.⁵⁶ EBC I, Inc cho rằng, Goldman Sachs là người được ủy thác của nguyên đơn nên nguyên đơn đã dựa vào lời khuyên của các chuyên gia Goldman Sachs trong việc xây dựng các điều khoản cho đợt IPO của mình và đã đặt niềm tin, sự tin tưởng vào Goldman Sachs. Tuy nhiên, theo quan điểm của tòa phúc thẩm, TCBL không có nghĩa vụ ủy thác đối với TCPH bởi bốn lý do: 1) Thỏa thuận bảo lãnh phát hành là kết quả của một cuộc thương lượng phức tạp kéo dài giữa các bên, mỗi bên đều được đại diện bởi luật sư; 2) Định giá chứng khoán là một điều khoản thương lượng của hợp đồng dịch vụ BLPHCK; 3) Thỏa thuận bảo lãnh không tạo ra mối quan hệ khác biệt về độ tin cậy cao hơn mà từ đó các nghĩa vụ ủy thác có thể được áp dụng và 4) Mối quan hệ bảo lãnh vốn là đối nghịch vì người bảo lãnh phát hành có động cơ để định giá chứng khoán thấp giúp dễ dàng bán cổ phần hơn, trong khi TCPH tìm kiếm mức giá cao hơn để tối đa hóa số tiền thu được từ đợt chào bán. Một mối quan hệ đối nghịch như vậy không thể làm phát sinh mối quan hệ ủy thác. Tuy nhiên, đây chỉ là cách giải thích của một tiểu bang về mối quan hệ giữa TCBL và TCPH. Không có gì đảm bảo rằng các tòa án khác và các tiểu bang khác sẽ tuân theo hoặc áp dụng luật New York về vấn đề này. Do vậy, trong thực tế, để giảm thiểu rủi ro, các TCBL thường bổ sung điều khoản loại bỏ nghĩa vụ ủy thác của mình trong thỏa thuận bảo lãnh ký với TCPH.

Tại Việt Nam, pháp luật không quy định rõ về tiêu chuẩn “chăm sóc” của TCBL trong quan hệ với TCPH. Đồng thời, trên thực tế, trong phạm vi tìm hiểu của tác giả luận án, chưa có vụ tranh chấp nào về hợp đồng dịch vụ BLPHCK liên quan đến trách nhiệm này để thể hiện quan điểm của cơ quan xét xử. Với cách hiểu về quan hệ đại diện theo ủy quyền được quy định tại Điều 134 và 138 Bộ luật dân sự, tác giả luận án cho rằng có cơ sở để khẳng định mối quan hệ giữa TCBL và TCPH không phải là quan hệ ủy quyền, bởi vì TCBL không nhân danh TCPH khi thực hiện công việc bảo lãnh và giới hạn trách nhiệm chỉ trong phạm vi đã được hai bên thỏa thuận tại hợp

⁵⁵ Edmund H. Mantell, (2014), *A Theory of Underwriter's Risk Management in a Firm-Commitment Initial Public Offering*, Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol.46, No.1, tr2.

⁵⁶ Tại Mỹ, quan hệ ủy thác được hiểu theo định nghĩa về quan hệ đại diện tại Bản phát biểu số 3 về đại diện (“Restatement on Agency 3rd”), là quan hệ phát sinh từ sự đồng ý của một người cho phép người khác thay mặt mình, kiểm soát người khác hành động thay mặt mình và người khác cũng đồng ý hành động như vậy. Người đại diện phải hành động vì lợi ích của người được đại diện.

đồng dịch vụ bảo lãnh, không bắt buộc hoàn toàn vì lợi ích của TCPH.

Thực chất, BLPHCK là một giao dịch hợp đồng, phát sinh giữa hai chủ thể trên TTCK, TCBL và TCPH, được hình thành trên cơ sở ý chí tự nguyện của mỗi bên. Hình thức pháp lý của mối quan hệ này là hợp đồng BLPHCK. Do tính chất phức tạp của quan hệ BLPHCK và nội dung cốt lõi của BLPHCK là phương thức bảo lãnh, pháp luật các nước thường quy định nội dung tối thiểu của hợp đồng BLPHCK. Hợp đồng bao gồm những điều khoản tối thiểu quy định về quyền và nghĩa vụ của các bên phát sinh trong quá trình thực hiện cam kết về phương thức bảo lãnh. Các bên có thể thỏa thuận những nội dung công việc khác thuộc nội dung hoạt động BLPHCK vào hợp đồng BLPHCK.

Việc xác định rõ bản chất pháp lý của BLPHCK nêu trên có ý nghĩa quan trọng trong việc xác định nguyên tắc điều chỉnh của pháp luật đối với hoạt động BLPHCK và cơ sở pháp lý điều chỉnh hoạt động này.

1.1.3. Phân loại bảo lãnh phát hành chứng khoán

Về mặt lý thuyết, có thể dựa vào các tiêu chí khác nhau để phân loại BLPHCK. Tuy nhiên, trong phạm vi nghiên cứu của luận án, luận án chỉ đề cập đến việc phân loại BLPHCK theo tiêu chí phương thức thực hiện bởi hai lí do chính sau: (i) tiêu chí phân loại này thể hiện rõ nét nhất đặc thù về nội dung cũng như vai trò của BLPHCK, làm cơ sở quan trọng cho các nhà làm luật xây dựng hàng lang pháp lý quản lý hoạt động BLPHCK một cách an toàn và hiệu quả; (ii) đây là cách phân loại phổ biến nhất, được thừa nhận trong khoa học pháp lý và pháp luật thực định ở đa số các nước trên thế giới, được sử dụng làm căn cứ xác định nội hàm của khái niệm BLPHCK.

Theo tiêu chí phương thức thực hiện bảo lãnh, BLPHCK được phân làm ba loại sau đây:

1.1.3.1. Bảo lãnh theo phương thức cam kết chắc chắn

Theo phương thức cam kết chắc chắn, TCBL cam kết sẽ mua toàn bộ hoặc một phần chứng khoán của TCPH để phân phối lại cho NĐT. Giá mua thường là giá chiết khấu so với giá chào bán chính thức ra công chúng. Chênh lệch giữa giá mua của TCBL và giá chào bán ra công chúng chính là phí bảo lãnh. Xét dưới góc độ nghiệp vụ, như Sung và Haim nhận định, “*trong một cam kết chắc chắn, ngân hàng đầu tư thực hiện ba dịch vụ riêng biệt: (i) khởi tạo và quản lý đợt phát hành, (ii) bảo lãnh*

rủi ro liên quan đến đợt phát hành và (iii) phân phối chứng khoán cho NĐT”⁵⁷. Phí bảo lãnh là khoản bù đắp cho TCBL để thực hiện cả ba dịch vụ trên. Do đó, phí bảo lãnh cũng được chia thành ba phần, gồm phí quản lý, phí bảo lãnh (cho việc chấp nhận rủi ro) và phí phân phối chứng khoán.

Ưu điểm của phương thức bảo lãnh với cam kết chắc chắn là việc TCPH luôn huy động được đủ số vốn cần thiết, trong khi TCBL được hưởng mức phí bảo lãnh cao. Vì vậy, phương thức này thường được các TCPH lần đầu tiên chào bán chứng khoán ra công chúng lựa chọn để đảm bảo sự thành công cho đợt chào bán trong bối cảnh thông tin về TCPH và chứng khoán chào bán chưa được nhiều NĐT trên thị trường biết đến. Tuy nhiên, dưới góc độ của TCBL, tính rủi ro cao là hạn chế lớn nhất của phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn. Trong trường hợp không phân phối được hết chứng khoán (chủ yếu do giá chào bán chính thức quá cao so với giá thị trường tại ngày chào bán), TCBL buộc phải nắm giữ chứng khoán như một khoản đầu tư với số lượng lớn, giá vốn cao nhưng tính thanh khoản kém. Chính điều này dẫn đến tình trạng TCBL thường có xu hướng định giá thấp chứng khoán để tăng sức hấp dẫn với NĐT, giảm rủi ro không bán hết chứng khoán, gây thiệt hại cho TCPH. Do vậy, để hạn chế rủi ro cho TCBL và bảo vệ quyền lợi chính đáng cho TCPH, đảm bảo sự ổn định của TTCK, nhà làm luật các nước thường đặt ra các điều kiện chặt chẽ cho việc áp dụng phương thức bảo lãnh này. Ví dụ như yêu cầu về giá trị tối đa được phép bảo lãnh hay hạn chế bảo lãnh cho các đối tượng là người có liên quan. Hoặc cho phép các TCBL được thành lập tổ hợp bảo lãnh để chia sẻ bớt rủi ro. Ngoài ra, tại một số nước có TTCK phát triển như Mỹ hay Nhật Bản, Thái Lan, nhà làm luật còn cho phép TCBL thực hiện quyền chọn phân bổ vượt mức như một công cụ để quản lý việc hủy các đơn hàng dự kiến đăng ký mua của NĐT nhằm chủ động hạn chế rủi ro phát sinh từ phương thức cam kết chắc chắn.

1.1.3.2. Bảo lãnh theo phương thức dự phòng

Bảo lãnh theo phương thức dự phòng là việc TCBL cam kết mua nốt số chứng khoán còn lại chưa được phân phối hết của TCPH. Phương thức dự phòng thường được áp dụng khi TCPH chào bán cổ phần cho cổ đông hiện hữu, dự phòng cho trường hợp một số cổ đông không muốn mua thêm cổ phiếu của công ty. Về mặt lý thuyết, phương thức bảo lãnh dự phòng và phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn

⁵⁷ Sung C. Bae and Haim Levy, (1990), *The Valuation of Firm Commitment Underwriting Contracts for Seasoned New Equity Issues: Theory and Evidence*, Financial Management, Vol.19, No.2, tr48.

có mức độ rủi ro cao nhất bằng nhau, xảy ra khi TCBL phải mua toàn bộ chứng khoán của đợt phát hành do không phân phối được cho NĐT nào hoặc tất cả các cổ đông đều từ chối mua chứng khoán. Tuy nhiên, trên thực tế, khả năng không có cổ đông nào đăng kí mua cổ phần rất thấp. Lí do bởi, đa số cổ đông là những người có mong muốn được mua cổ phần phát hành thêm, thể hiện qua việc biểu quyết thông qua quyết định chào bán cổ phần của công ty. Nói cách khác, phương thức bảo lãnh dự phòng thường có mức độ rủi ro thấp hơn phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn.

Mức độ phổ biến của phương thức bảo lãnh dự phòng có sự khác biệt đáng kể giữa các quốc gia. Tại Mỹ, việc chào bán cổ phần cho cổ đông hiện hữu cùng phương thức bảo lãnh dự phòng gần như biến mất vào đầu những năm 1980. Thay vào đó, xu hướng hiện nay tại Mỹ và nhiều quốc gia lựa chọn việc phát hành bổ sung cổ phần ra công chúng gắn liền với phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn. Trong khi đó, tại các thị trường vốn nhỏ hơn như Canada hay một số nước châu Âu hoặc tại Việt Nam, phương thức bảo lãnh dự phòng vẫn được sử dụng.⁵⁸ Sự khác biệt này xuất phát từ hai trường phái quan điểm đối lập nhau về quyền ưu tiên mua cổ phần của cổ đông giữa các nước. Tại Mỹ, các cổ đông được coi là các NĐT có thể ký kết các quy tắc cơ bản của hợp đồng thành lập công ty với nhau và với các thành viên khác của công ty. Tự do hợp đồng là một biện pháp bảo vệ đầy đủ cho các cổ đông. Nếu các cổ đông muốn có quyền ưu tiên mua cổ phần, họ sẽ thỏa thuận để đưa chúng vào điều lệ công ty. Ngược lại, các nước châu Âu không có sự tin tưởng tương tự vào ưu thế của tự do hợp đồng, nhà làm luật cho rằng quyền tài sản của các cổ đông cần được bảo vệ mạnh mẽ hơn thông qua các quy tắc bắt buộc.⁵⁹ Do vậy, quyền ưu tiên mua cổ phần của cổ đông hiện hữu thường được ghi nhận trong luật doanh nghiệp các nước và trở thành nguyên nhân chính dẫn đến việc phương thức bảo lãnh dự phòng vẫn đang tiếp tục được sử dụng và phát triển tại các nước này, trong đó có Việt Nam.

1.1.3.3. Bảo lãnh theo phương thức nỗ lực tối đa

Phương thức này còn có tên gọi khác là phương thức cố gắng tối đa hoặc phương thức nỗ lực tốt nhất. Nội dung cốt lõi là việc TCBL cam kết sẽ cố gắng nỗ lực hết sức để bán một số lượng chứng khoán nhất định ra thị trường, nếu không phân phối hết

⁵⁸ Oyvind Bohrena, B. Espen Eckbom and Dag Michalsena, (1997), *Why Underwriter Rights Offerings? Some New Evidence*, Journal of Financial Economics, Vol 46, Issue 2, tr224.

⁵⁹ Marco Ventoruzzo, (2013), *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis*, Richmond Journal of Global Law & Business, Vol.12, No.4, tr542.

sẽ trả lại cho TCPH. Thực chất, phương thức bảo lãnh với nỗ lực tối đa về mặt kỹ thuật hoàn toàn không phải là bảo lãnh phát hành vì TCBL không mua chứng khoán từ TCPH. TCBL có vai trò như một nhà môi giới hoặc đại lý cho TCPH.⁶⁰ TCPH phải chịu rủi ro không chắc chắn về số tiền thu được từ việc chào bán. Tùy từng trường hợp cụ thể, các bên có thể linh hoạt thỏa thuận áp dụng phương thức bảo lãnh với nỗ lực tối đa theo nhiều hướng khác nhau. Theo pháp luật Mỹ, các bên có thể thỏa thuận một điều khoản, gọi là điều khoản dự phòng, theo đó, các bên đồng ý rằng có một điều kiện được thực hiện đối với đợt chào bán phải xảy ra trước khi TCPH nhận được tiền và NĐT nhận được chứng khoán của họ, nếu điều kiện không được đáp ứng, đợt chào bán bị hủy bỏ. Điều kiện này có thể là chào bán “tất cả hoặc không” (tất cả chứng khoán phải được chào bán thành công, nếu không sẽ hủy đợt chào bán) hoặc chào bán “tối thiểu-tối đa” (phải bán được số lượng chứng khoán tối thiểu nếu không đợt chào bán bị hủy bỏ). Những đợt chào bán với điều khoản như vậy thường được gọi là chào bán dự phòng nỗ lực tối đa.⁶¹ Theo đánh giá của Craig, “*hầu như tất cả các công ty chào bán chứng khoán ra công chúng tại Mỹ sẽ sử dụng phương thức bảo lãnh nỗ lực tốt nhất hoặc cam kết chắc chắn cho đợt IPO của mình*”⁶².

Với phương thức bảo lãnh nỗ lực tối đa, TCBL nhận được mức phí bảo lãnh thấp hơn so với hai phương thức bảo lãnh trên, bởi họ “*không phải bảo đảm về số tiền thu được cho TCPH khi nhu cầu cổ phiếu không chắc chắn, mà họ chỉ cam kết nỗ lực hết sức để tiếp thị đợt phát hành*”⁶³. Các hoạt động tiếp thị chủ yếu được thực hiện trong giai đoạn bán chứng khoán thay vì phải tổ chức các buổi roadshow trước đó để thu thập thông tin về nhu cầu của NĐT như đối với phương thức cam kết chắc chắn. Phương thức bảo lãnh nỗ lực tối đa thường được sử dụng trong các đợt chào bán với giá trị nhỏ, phù hợp với khả năng chi trả phí bảo lãnh thấp của TCPH hoặc các đợt phát hành mà thông tin về chứng khoán đã quá phổ biến trên thị trường.⁶⁴ Đối tượng NĐT hướng tới chủ yếu là những NĐT nhỏ lẻ. Mức phí bảo lãnh thường được

⁶⁰ Dana B. Kluges, (1985), *Expanding the Liability of Managing Underwriters Under the Securities Act of 1933*, Fordham Law Review, Vol.53, Issue.5, tr.1064;

⁶¹ Robert B. Robbins, (2013), *Structuring Best Efforts Offerings and Closing Under Rule 10b-9*, The American Law Institute Continuing Legal Education.

⁶² Craig G. Dunbar, (1998), *The Choice between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers*, Journal of Financial Intermediation 7, Article No. JF980232, tr.61.

⁶³ Lena Chua, (1995), *A Reexamination of the Costs of Firm Commitment and Best Efforts IPOs*, The Financial Review Vol.30 No.2, tr.338.

⁶⁴ Ann Guenther Sherman, (1992), *The Pricing of Best Efforts New Issues*, The Journal of Finance, Vol.47, No.2, tr.783.

tính theo tỷ lệ phần trăm giá trị chứng khoán đã được bán (còn được gọi là hoa hồng).

Tóm lại, sự khác nhau cơ bản giữa các phương thức bảo lãnh nêu trên, giống như David⁶⁵ đã nhận xét, với phương thức cam kết chắc chắn, TCBL thay TCPH chấp nhận mọi rủi ro liên quan đến kết quả chào bán chứng khoán, trong khi với phương thức nỗ lực tối đa, TCPH tự chịu mọi rủi ro. Nếu lựa chọn phương thức bảo lãnh dự phòng, rủi ro được chia cho cả hai bên chủ thể. Nhìn chung, với cách phân loại BLPHCK dựa vào tiêu chí phương thức thực hiện, việc nhận diện rõ từng phương thức có ý nghĩa quan trọng đối với các chủ thể trên thị trường. Về phía TCPH, như Craig đã từng nhận xét, *“xác suất thành công của các đợt chào bán chứng khoán ra công chúng khác nhau nếu sử dụng phương thức bảo lãnh khác nhau. Đợt chào bán không thành công gây tổn kém cho các TCPH. Do đó, để tối thiểu hóa chi phí phát hành, nên chọn phương thức bảo lãnh với xác suất thành công cao nhất”*⁶⁶. Với tư cách chủ thể trực tiếp thực hiện, TCBL có nhiều cơ hội lựa chọn phương thức bảo lãnh phù hợp với năng lực và khẩu vị rủi ro của mình trong từng thời điểm, quá đó tăng trưởng doanh thu dịch vụ đồng thời vẫn đảm bảo an toàn hoạt động. Về phía cơ quan quản lý, nhận diện đúng tính chất và mức độ rủi ro của từng phương thức bảo lãnh là cơ sở khoa học để xây dựng cơ chế quản lý phù hợp tương ứng, đảm bảo an toàn, hạn chế rủi ro cho hoạt động của các TCBL.

1.1.4. Nội dung cơ bản của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Dưới góc độ chuyên môn nghiệp vụ, nội dung hoạt động BLPHCK bao gồm những công việc hay hoạt động do TCBL thực hiện trong quá trình cung cấp dịch vụ BLPHCK cho TCPH. Cụ thể gồm một số công việc chính sau:

Thứ nhất, tư vấn tài chính để xây dựng kế hoạch phát hành chứng khoán.

Về khía cạnh hoạt động kinh doanh, thực chất, tư vấn tài chính và BLPHCK là hai nghiệp vụ kinh doanh độc lập trên TTCK nhưng có mối quan hệ mật thiết với nhau. Đặc biệt trong trường hợp chào bán chứng khoán ra công chúng, tư vấn tài chính là một phần trong nghiệp vụ BLPHCK. Công việc tư vấn tài chính được TCBL thực hiện trước khi quyết định việc BLPHCK. Đóng vai trò như một cố vấn, TCBL sẽ tiến hành xem xét tình hình tài chính và tình hình tổ chức quản lý doanh nghiệp, phân tích các chỉ tiêu tài chính, đánh giá triển vọng kinh doanh của TCPH, làm cơ sở

⁶⁵ David P. Baron, (1979), *The Incentive Problem and the Design of Investment Banking Contracts*, Journal of Banking and Finance, Vol.3.

⁶⁶ Craig G. Dunbar, (1998), *The Choice between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers*, Journal of Financial Intermediation 7, Article No. JF980232, tr.61.

để đưa ra quyết định bảo lãnh phát hành. Tại các nước quản lý hoạt động chào bán chứng khoán theo cơ chế chất lượng như Việt Nam, khi việc chào bán chứng khoán ra công chúng phải đáp ứng một số điều kiện nhất định thì phạm vi công việc tư vấn được mở rộng hơn. TCBL phải xem xét và đưa ra đánh giá về mức độ đáp ứng các điều kiện luật định của TCPH, từ đó tư vấn phương án chuẩn hóa.

Thông thường, TCBL xác định tư vấn tài chính là một dịch vụ độc lập với dịch vụ BLPHCK và kí hợp đồng tư vấn phát hành với TCPH (còn gọi là hợp đồng tiền bảo lãnh). Việc ký hợp đồng độc lập chủ yếu mang lại nhiều lợi ích cho phía TCBL. TCBL có điều kiện tìm hiểu để đánh giá về triển vọng của TCPH và chất lượng chứng khoán chào bán trước khi ra quyết định nhận bảo lãnh phát hành. Đồng thời, còn giúp TCBL chắc chắn thu được khoản phí dịch vụ riêng mà không phụ thuộc vào việc BLPHCK có được tiến hành hay không.

Thứ hai, định giá chứng khoán chào bán.

Định giá chứng khoán là công việc đòi hỏi kinh nghiệm và chuyên môn sâu. TCPH thường yêu cầu TCBL thực hiện như một phần trong nội dung hợp đồng BLPHCK đã kí kết. Theo lí giải của Penghua và nhiều nhà nghiên cứu khác, sở dĩ TCPH cần TCBL định giá chứng khoán chào bán xuất phát từ lợi thế về thông tin và mạng lưới phân phối của TCBL.⁶⁷ Việc định giá chứng khoán có sự khác nhau theo tính chất của đợt phát hành và loại chứng khoán.

Đối với cổ phiếu, nếu trước đó doanh nghiệp đã được niêm yết trên thị trường, việc định giá cổ phiếu chào bán bổ sung khá đơn giản, vì đã có sẵn giá cổ phiếu giao dịch trên thị trường làm cơ sở. Trường hợp cổ phiếu lần đầu được chào bán ra công chúng, chưa có sẵn giá giao dịch trên thị trường, TCBL phải lựa chọn phương pháp định giá phù hợp để xác định giá chứng khoán. Về mặt lý thuyết, các phương pháp phổ biến hiện nay như phương pháp chiết khấu luồng thu nhập, phương pháp chiết khấu cổ tức, phương pháp hệ số P/E... Việc định giá phức tạp vì giá chào bán trực tiếp liên quan đến quyền lợi của nhiều chủ thể, như TCPH, TCBL hay NĐT, dễ dẫn đến xung đột lợi ích. TCPH luôn muốn giá chào bán cao để thu được nhiều tiền, trong khi TCBL luôn có xu hướng định giá thấp để tránh rủi ro không chắc chắn trong việc phân phối cổ phiếu cũng như củng cố mối quan hệ tốt đẹp với những NĐT là khách hàng lâu năm. Cho đến nay, có khá nhiều công trình nghiên cứu của các tác giả trên

⁶⁷ Penghua Sun, (2015), *tlđđ*, tr.76.

thế giới đưa ra nhận định về việc TCBL thường tận dụng lợi thế về vai trò và kinh nghiệm của mình để gây nên hiện tượng định giá thấp trong quá trình bảo lãnh phát hành đối với cổ phiếu lần đầu được chào bán ra công chúng.⁶⁸

Khác với cổ phiếu, việc định giá trái phiếu không có sự khác biệt theo tính chất của đợt phát hành mà phụ thuộc đặc điểm cụ thể của từng trái phiếu. Yếu tố chính để xác định giá trái phiếu sẽ phát hành là lãi suất trái phiếu. Ngoài yếu tố lãi suất trái phiếu chính phủ hay lãi suất tiết kiệm của các ngân hàng tại thời điểm phát hành, việc xác định lãi suất trái phiếu doanh nghiệp còn phụ thuộc nhiều vào mức độ tín nhiệm của TCPH. Định mức tín nhiệm là đánh giá độ tín nhiệm cho một công cụ nợ. Định mức tín nhiệm không phải là một khuyến nghị mua hoặc bán bất kỳ đợt phát hành nào mà là sự bày tỏ suy nghĩ nhằm tư vấn cho các NĐT về rủi ro mà họ có thể phải đối mặt.⁶⁹ Tại các nước có thị trường vốn phát triển, các tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp sẽ quyết định định mức tín nhiệm cho một doanh nghiệp sau khi đã phân tích sâu các nhân tố định lượng và định tính về ngành, về hoạt động kinh doanh và tài chính. Do vậy, nhiệm vụ xác định lãi suất trái phiếu của TCBL được thực hiện dễ dàng hơn và tạo độ tin cậy cho các NĐT. Trong khi đó, tại các nước có thị trường vốn chưa phát triển như Việt Nam, với sự hạn chế về dịch vụ xếp hạng tín nhiệm, TCBL thiếu cơ sở quan trọng để định giá trái phiếu một cách chính xác và khách quan. Tuy nhiên, như George và Ahmet đã nhận định, việc định giá chính xác dựa trên những phương pháp lý thuyết không đủ để đạt thành công của đợt phát hành. Điều quan trọng hơn phải xác định đúng giá mà tại đó chứng khoán sẽ được chấp nhận bởi các NĐT, tức là giá chào bán.⁷⁰ Tương tự, theo đánh giá của Giuliano, “việc định giá chứng khoán chào bán lần đầu ra công chúng là “một phần nghệ thuật và một phần khoa học”. Phần khoa học dựa trên các phương pháp định giá. Phần nghệ thuật bao gồm việc xác định mối quan tâm của thị trường đối với sản phẩm chào bán”⁷¹. Hiện nay, có ba phương pháp xác định mức giá chào bán phổ biến dựa vào tình hình cung cầu thị trường được các nước sử dụng. Bao gồm, phương pháp chào giá cố định, phương thức dựng sổ (book-building) và phương pháp đấu giá. Ưu điểm

⁶⁸ Hiểu một cách đơn giản, định giá thấp là hiện tượng chênh lệch tỷ lệ phần trăm giữa giá ban đầu của chứng khoán chào bán và giá của chứng khoán vào cuối ngày đầu tiên giao dịch.

⁶⁹ Vũ Thị Kim Liên, (2001), *Mô hình tổ chức hoạt động bảo lãnh phát hành và tư vấn tài chính trên thị trường sơ cấp ở Việt Nam*, Đề tài khoa học cấp bộ, Vụ quản lý Phát hành chứng khoán -UBCKNN, tr.24

⁷⁰ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.2.

⁷¹ Giuliano Iannotta, (2010), *tlđđ*, tr.63.

và hạn chế của từng phương pháp đã được nhiều nhà nghiên cứu phân tích và tranh luận, điển hình như nhóm tác giả Kuntara, Nikhil và Thomas, Amrith, Kenji.⁷² Tùy từng phương pháp, vai trò trong việc xác định giá chào bán của TCBL khác nhau. TCBL tham gia sâu nhất vào việc xác định giá chào bán trong phương pháp dựng sổ thông qua việc chủ động thu thập thông tin về mức giá sẵn sàng trả và số lượng chứng khoán dự kiến mua từ mạng lưới khách hàng truyền thống (thường là các NĐT tổ chức hoặc NĐT chuyên nghiệp). Dựng sổ được đánh giá là phương pháp hiệu quả nhất trong việc xác định giá chào bán chứng khoán và thường được ưa chuộng tại các thị trường lớn. TTCK là thị trường thông tin. Thông tin vĩ mô hay vi mô đều có khả năng ảnh hưởng trực tiếp tới giá cả hàng hóa trên thị trường và biến động theo từng giây, từng phút. Do vậy, để tạo điều kiện tối đa cho các bên xác định được giá chào bán phù hợp với nhu cầu thị trường nhất, nhà làm luật các nước thường cho phép TCBL và TCPH được thống nhất giá chào bán ngay trước ngày bắt đầu chính thức chào bán chứng khoán ra thị trường.

Có thể đánh giá, xác định giá chào bán là công việc khó nhất trong quá trình thực hiện cung cấp dịch vụ BLPCHK vì nó quyết định phần lớn đến thành công của đợt chào bán. Công việc này đòi hỏi chủ thể thực hiện không chỉ có trình độ chuyên môn sâu, kinh nghiệm nhiều, khả năng phân tích, đánh giá, dự báo thị trường và ý thức tuân thủ đạo đức nghề nghiệp mà cần phải có uy tín cùng mạng lưới khách hàng rộng lớn.

Thứ ba, xây dựng và nộp hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán.

Việc xây dựng và nộp hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán cũng là một nội dung thuộc nghiệp vụ tư vấn tài chính. Trường hợp chào bán chứng khoán ra công chúng không sử dụng BLPCHK, tổ chức tư vấn sẽ đảm nhận việc này. Trường hợp sử dụng BLPCHK, việc chuẩn bị hồ sơ thường do TCBL thực hiện. Bản cáo bạch được coi là tài liệu quan trọng nhất trong hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng. Bản cáo bạch mô tả về tổ chức và hoạt động của TCPH cũng như các điều khoản, điều kiện của đợt chào bán chứng khoán và bất kỳ thông tin quan trọng nào khác mà NĐT có thể cần để ra quyết định đầu tư và xác định giá trị đầu tư của

⁷² Kuntara Pukthuanthong, Nikhil P. Varaiya & Thomas J. Walker, (2007), *Bookingbuilding versus Auction Selling Methods: A study of US IPOs*, Venture Capital, Vol.9, No.4; Amrith Krishnakumaar, (2007), *Book-building versus Auction: An investigation into which IPO pricing and selling method more effectively promotes the aims of an IPO issuer*, (<https://sites.duke.edu/djepapers/files/2016/10/Krishnakumaar.pdf>); Kenji Kutsuna & Richard Smith, (2004), *Why Does Book Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan*, The Review of Financial Studies Vol.17.

mình. Thông lệ pháp luật các nước thường ban hành mẫu bản cáo bạch, trong đó quy định những thông tin tối thiểu cần được cung cấp và yêu cầu những thông tin này phải đầy đủ, chính xác. TCPH là chủ thể cung cấp thông tin còn TCBL là chủ thể sử dụng thông tin để xây dựng nội dung của hồ sơ chào bán. TCBL cũng phải chịu một phần trách nhiệm liên quan đến tính chính xác của thông tin trong bản cáo bạch. Để không phải gánh chịu hậu quả pháp lý bất lợi, họ thường phải tiến hành bước thẩm định chuyên sâu (Due Diligence, viết tắt là DD), nhằm phát hiện và ngăn ngừa các gian lận, đảm bảo tính chính xác của những thông tin do TCPH cung cấp trước khi công bố cho NĐT. Do vậy, các nhà khoa học pháp lý và các nhà quản lý của nhiều nước trên thế giới còn gọi TCBL là “người gác cổng” (Gatekeeper). Đây là một khái niệm học thuật được sử dụng trong lĩnh vực tài chính. Các nhà quản lý đã đề cập gián tiếp đến thuật ngữ này thông qua việc ghi nhận vai trò của người gác cổng xuất hiện lần đầu tiên vào khoảng năm 1900 khi Sàn giao dịch chứng khoán New York bắt đầu yêu cầu báo cáo tài chính phát hành phải được chứng nhận bởi một kiểm toán viên độc lập. Tuy nhiên, theo John,⁷³ có thể việc sử dụng có hệ thống đầu tiên của thuật ngữ “người gác cổng” là trong công trình nghiên cứu về Cơ chế thị trường hiệu quả (năm 1984) của hai tác giả Ronal và Reinier⁷⁴ khi thảo luận về vai trò của ngân hàng đầu tư với tư cách người gác cổng. Trong công trình này, hai tác giả sử dụng thuật ngữ có ý nghĩa tương đương là “Housekeeping Seal” để chỉ các chuyên gia độc lập đóng vai trò trung gian thông tin đưa danh tiếng của chính họ thay cho người bán trong TTCK như các tổ chức xếp hạng tín nhiệm, tổ chức kiểm toán hay các ngân hàng đầu tư... Khái niệm “người gác cổng” tiếp tục được Reinier và nhiều nhà khoa học khác nghiên cứu sâu và phát triển, điển hình như John, Assaf, Andrew⁷⁵.

Dựa vào lý thuyết thực thi pháp luật công (the economic theory of public enforcement of law) còn được gọi là lý thuyết răn đe tối ưu (the theory of optimal

⁷³ John C. Coffee Jr, 2004, *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Boston University Law Review, Vol.84, tr.302.

⁷⁴ Ronal J.Gibson and Reinier H. Kraakman, 1984, *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review, Vol. 70, No.4.

⁷⁵ Reinier H. Kraakman, (1986), *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, Journal of Law, Economics & Organization, Vol.2, No.1; Assaf Hamdani, 2003, *Gatekeeper Liability*, Southern California Law Review, Vol.77; Andrew F. Tuch, 2010, *Multiple Gatekeepers*, Virginia Law Review, Vol.96.

deterrence),⁷⁶ được phát triển bởi Mitchell và Steven,⁷⁷ quy định các quy tắc pháp lý để ngăn chặn tối ưu hành vi gây hại cho xã hội, theo đó đa số các nhà khoa học pháp lý và các nhà quản lý đều cho rằng cần phải áp đặt trách nhiệm pháp lý cho “người gác cổng”. Mục đích chính nhằm cung cấp động lực mạnh mẽ cho người gác cổng ngăn chặn hành vi sai trái của TCPH.⁷⁸ Câu hỏi đặt ra, chế độ trách nhiệm nào sẽ khiến người gác cổng thực hiện các biện pháp phòng ngừa tối ưu để ngăn chặn gian lận chứng khoán của các khách hàng doanh nghiệp của họ. Hiện nay, tồn tại hai trường phái quan điểm tranh luận khá gay gắt về vấn đề này, giữa chế độ trách nhiệm pháp lý nghiêm ngặt (Strict Liability) và trách nhiệm pháp lý dựa trên lỗi (Fault-based Liability). Những nhà khoa học theo quan điểm chế độ trách nhiệm pháp lý nghiêm ngặt, điển hình là Assaf và John cho rằng,⁷⁹ “người gác cổng” phải chịu trách nhiệm pháp lý liên quan đến các sai sót trong hồ sơ chào bán của TCPH mà không phụ thuộc vào việc họ có lỗi hay không. Chỉ có như vậy mới tạo động lực hơn cho “người gác cổng” thực hiện các biện pháp thẩm định chuyên sâu, thậm chí từ chối các khách hàng quá rủi ro. Bên cạnh đó, khi trách nhiệm tăng cao, “người gác cổng” sẽ tăng phí để trả cho trách nhiệm gia tăng của mình và buộc khách hàng phải chịu một khoản phí cao hơn do không thuyết phục được người gác cổng rằng họ có rủi ro gian lận rất thấp. Chính mức phí cao này sẽ có xu hướng ngăn cản các tác nhân lừa đảo. Những người theo quan điểm còn lại cho rằng trách nhiệm pháp lý nghiêm ngặt có thể khiến thị trường người gác cổng thất bại khi ngăn cản cơ hội tiếp cận thị trường vốn của TCPH. Do đó, chế độ trách nhiệm của người gác cổng nên là chế độ dựa trên lỗi sẽ phù hợp hơn cả. Người gác cổng chỉ phải chịu trách nhiệm nếu có lỗi đối với các sai sót xảy ra. Tuy nhiên, chính các tác giả theo quan điểm này cũng lại chia thành hai luồng ý kiến khác nhau.

Luồng ý kiến thứ nhất, đại diện là Andrew,⁸⁰ xem xét trách nhiệm pháp lý của một người gác cổng độc lập (nhà bảo lãnh) trong mối quan hệ phụ thuộc với những

⁷⁶ Alex Raskolnikov, (2019), *Deterrence Theory: Key Findings and Challenges*, Columbia & Economics Working Paper No.610, tr.1.

⁷⁷ Mitchell Polinsky and Steven Shavell, (2006), *The Theory of Public Enforcement of Law*, Handbook of Law and Economics, Vol.1.

⁷⁸ Andrew F. Tuch, (2010), *tlđđ*, tr.1584.

⁷⁹ Assaf Hamdani, (2003), *Gatekeeper Liability*, Southern California Law Review, Vol.77; John C. Coffee Jr, (2004), *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Boston University Law Review, Vol.84.

⁸⁰ Andrew F. Tuch, (2010), *Multiple Gatekeepers*, Virginia Law Review, Vol.96; (2017), *The Limits of Gatekeeper Liability*, Washington and Lee Law Review Online, Vol.73, Issue 2.

người gác cổng khác (luật sư, kiểm toán) – hay còn gọi là trách nhiệm liên đới. Từ đó, tác giả của quan điểm này nhận thấy rằng, chế độ pháp lý dựa trên lỗi kết hợp với trách nhiệm liên đới và riêng rẽ sẽ khiến người gác cổng có biện pháp phòng ngừa tối ưu. Điều này có nghĩa là nguyên đơn (NĐT hoặc TCPH) có quyền yêu cầu TCBLPH phải chịu toàn bộ trách nhiệm cho những sai sót trong hồ sơ đăng ký chào bán, bao gồm cả những sai sót do lỗi của các chủ thể liên quan khác (công ty kiểm toán, luật sư...) gây ra. Sau khi hoàn thành nghĩa vụ với bên có quyền, TCBLPH có quyền quay lại đòi các chủ thể này hoàn trả lại mình phần nghĩa vụ tương ứng TCBLPH đã thực hiện thay cho họ.

Luồng ý kiến thứ hai lại cho rằng TCBL (với tư cách là “người gác cổng”), chỉ phải chịu trách nhiệm riêng rẽ (hay còn gọi là trách nhiệm phi liên đới). Theo đó, TCBL chỉ phải chịu trách nhiệm trong phạm vi sai sót hồ sơ đăng ký chào bán do lỗi của mình gây ra. Quan điểm này được thể hiện rất rõ tại Mục 11 của Đạo luật chứng khoán 1933 và Quy tắc 10b-5 của Đạo luật giao dịch chứng khoán 1934 của Mỹ. Tất cả các đợt chào bán chứng khoán ra công chúng tại Mỹ đều phải có sự tham gia của TCBL. Với cơ chế quản lý hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng là cơ chế dựa trên công bố thông tin đầy đủ, nhà làm luật Mỹ đã tận dụng tối đa vai trò “người gác cổng” của TCBL để thay mặt cơ quan quản lý kiểm soát hoạt động chào bán của TCPH, qua đó bảo vệ quyền lợi cho các NĐT và gia tăng niềm tin vào thị trường.

Có thể nói, chuẩn bị hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán cho TCPH là công việc tốn khá nhiều thời gian của TCBL. Bên cạnh nghĩa vụ đối với TCPH phát sinh từ hợp đồng BLPCHK, TCBL còn phải chịu trách nhiệm với các NĐT trên thị trường bằng yêu cầu từ phía các nhà làm luật về việc thẩm định để đảm bảo tính chính xác của thông tin trong hồ sơ chào bán.

Thứ tư, phân phối chứng khoán cho NĐT và thực hiện cam kết bảo lãnh.

Phân phối chứng khoán được coi là “đỉnh cao”⁸¹ của hoạt động tiếp thị trong quy trình BLPCHK, thể hiện năng lực của TCBL trong việc bán số lượng lớn chứng khoán phát hành với phạm vi NĐT rộng khắp, đồng thời vẫn đảm bảo chất lượng NĐT mua chứng khoán. Về nguyên tắc, việc phân phối chứng khoán chỉ được tiến hành sau khi hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán đã được cơ quan quản lý chấp thuận. Tuy nhiên, để đảm bảo hiệu quả của việc phân phối, trước đó, TCBL đã phải tiến hành các hoạt động thăm dò thị trường thông qua việc tổ chức các buổi roadshow

⁸¹ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.2.

hoặc tiếp xúc riêng với những khách hàng lớn. Qua đó, giúp TCBL thu thập được thông tin về mức độ quan tâm của NĐT tới đợt phát hành, đặc biệt tuyên bố của NĐT (thường là những khách hàng truyền thống) về việc dự kiến sẽ đăng ký mua bao nhiêu chứng khoán và mức giá sẵn sàng trả. Để thực hiện được điều này, TCBL cần có nguồn vốn về nhân lực (đặc biệt lực lượng bán hàng có kinh nghiệm), nguồn vốn về vật lực (từ cơ sở vật chất truyền thống đến tài nguyên công nghệ máy tính và thông tin) và mạng lưới NĐT rộng khắp. Bên cạnh đó, TCPH luôn không mong muốn diễn ra hoạt động bán ngay (Flipping Activity) hay còn gọi là hoạt động quay đầu (Spinning Activity), là hiện tượng các NĐT đầu tiên bán cổ phiếu IPO ngay sau ngày đầu tiên giao dịch. Theo lí giải của Penghua, từ quan điểm của TCPH, hoạt động bán ngay giúp tạo thanh khoản cho chứng khoán, phát triển giá thị trường, tăng tính phổ biến của IPO và cung cấp cho NĐT khác cơ hội mua cổ phiếu. Nhưng mặt khác, khi hoạt động này vượt quá giới hạn nhất định, có quá nhiều NĐT bán ngay cổ phiếu sau ngày giao dịch đầu tiên với số lượng vượt quá khả năng hấp thụ của thị trường sẽ dẫn đến tác động tiêu cực lên giá cổ phiếu.⁸² Do vậy, yêu cầu đặt ra cho TCBL phải đảm bảo chất lượng NĐT mua chứng khoán thông qua việc kiểm soát được hành vi của NĐT, tránh xảy ra tình trạng bán ngay vượt quá giới hạn. Điều này đòi hỏi TCBL phải có sẵn mạng lưới khách hàng truyền thống là những NĐT đủ tin cậy để nhận phân bổ phần lớn chứng khoán chào bán. Thực tế cho thấy, tùy đặc thù thị trường mỗi nước, khách hàng truyền thống có thể là NĐT tổ chức hoặc NĐT cá nhân. Ví dụ như tại Mỹ, số lượng lớn cổ phiếu IPO thường được phân bổ cho các NĐT tổ chức còn NĐT cá nhân chỉ có thể nhận được một tỷ lệ nhỏ. Mối quan hệ gắn bó giữa các ngân hàng đầu tư đóng vai trò TCBL với mạng lưới khách hàng truyền thống là những NĐT tổ chức cho phép họ kiểm soát được hành vi của các NĐT này để tránh việc bán ngay. Trong khi đó, tại Hồng Kong, TCBL lại sẵn sàng phân bổ một số lượng lớn cổ phiếu cho các NĐT nhỏ lẻ vì một số lí do như: không có mối quan hệ tin cậy giữa họ với các NĐT lớn hoặc họ không thể kiểm soát được hành vi bán ngay của các NĐT này hoặc có thể liên quan đến quy định bảo hộ các NĐT nhỏ được áp dụng trên thị trường Hồng Kong.⁸³

Kết thúc thời gian phân phối chứng khoán, TCBL phải thực cam kết bảo lãnh đối với số chứng khoán không phân phối hết, tùy theo phương thức bảo lãnh đã được

⁸² Penghua Sun, (2015), *tlđđ*, tr.57.

⁸³ Penghua Sun, (2015), *tlđđ*, tr.196.

hai bên thỏa thuận. Đối với phương thức bảo lãnh với nỗ lực tối đa, TCBL hoàn trả lại cho TCPH số chứng khoán chưa bán hết. Đối với phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn hoặc phương thức dự phòng, TCBL giữ lại số chứng khoán chưa bán hết hoặc mua lại số chứng khoán này đồng thời thanh toán tiền mua cho TCPH. Hiệu quả phân phối chứng khoán tỷ lệ nghịch với rủi ro phải thực hiện trách nhiệm bảo lãnh phát hành. TCBL cần chuẩn bị nguồn lực tài chính lớn để thực hiện trách nhiệm bảo lãnh của mình.

Có thể nói, phân phối chứng khoán và thực hiện cam kết bảo lãnh là nội dung quan trọng nhất của hoạt động BLPHCK. Quan hệ BLPHCK chỉ được coi là xác lập khi TCBL và TCPH cùng thỏa thuận về việc thực hiện công việc này.

Thứ năm, hoạt động hỗ trợ sau phát hành.

Một đợt BLPHCK được coi là thành công, ngoài việc bán hết số chứng khoán cho các NĐT còn phải kể tới sự ổn định giá và khả năng thanh khoản của chứng khoán sau phát hành. Sau khi hoàn thành việc chào bán chứng khoán ra công chúng, TCBL có thể thực hiện một số hoạt động nhằm hỗ trợ TCPH tạo thanh khoản và giữ ổn định giá chứng khoán trong giai đoạn đầu giao dịch trên thị trường thứ cấp. Những hoạt động hỗ trợ có vai trò đặc biệt quan trọng đối với chứng khoán lần đầu được chào bán ra công chúng.

Về hoạt động bình ổn giá chứng khoán.

Thông qua việc thực hiện hoạt động mua hoặc bán chứng khoán, TCBL sẽ hỗ trợ để ổn định giá chứng khoán trên thị trường thứ cấp. Trường hợp cung lớn hơn cầu quá mức trong những ngày đầu giao dịch trên thị trường thứ cấp, dẫn đến giá thị trường của chứng khoán giảm, TCBL thực hiện mua lại chứng khoán trên thị trường thứ cấp với giá tối thiểu bằng giá chào bán chứng khoán hoặc giá giao dịch cuối cùng của chứng khoán. Trường hợp dự kiến cầu lớn hơn cung quá mức, đẩy giá chứng khoán tăng quá cao, TCBL thực hiện bán khống một số lượng chứng khoán nhất định cho NĐT trong giai đoạn chào bán ra công chúng và sẽ mua lại trên thị trường thứ cấp để bù vào vị thế bán. Hoặc, để tránh trường hợp lực cầu chứng khoán đang yếu lại gia tăng các lệnh bán có thể làm giảm giá chứng khoán, TCBL có thể thỏa thuận yêu cầu một số NĐT lớn không được phép bán ngay chứng khoán trong một khoảng thời gian nhất định sau khi giao dịch trên thị trường thứ cấp và phải chịu giá phạt nếu vi phạm. Phân bổ vượt mức được luật pháp các nước quy định như một biện pháp bình ổn giá chứng khoán sau phát hành, giúp tăng nguồn cung và giảm biến động giá. Phân bổ vượt mức áp dụng đối với chứng khoán chào bán là cổ phiếu chào bán lần

đầu tiên ra công chúng, cho phép TCBL được phân bổ vượt mức số cổ phiếu được chào bán, tạo ra một vị thế bán không bằng cách chấp nhận nhiều đơn đặt mua hơn số cổ phiếu được chào bán.⁸⁴ Để giảm thiểu rủi ro quá mức trong việc phải mua lại cổ phiếu để bù vị thế bán, TCBL có thể thực hiện quyền chọn phân bổ vượt mức (OAO_Over-Allotment Option).⁸⁵ Quyền chọn này cho phép TCBL mua từ TCPH thêm một lượng cổ phiếu nhất định với giá chào bán, đồng nghĩa với việc TCPH phải phát hành thêm lượng cổ phiếu tương ứng. Sau khi cổ phiếu được giao dịch trên thị trường thứ cấp, tùy thuộc giá chứng khoán giao dịch trên thị trường, TCBL quyết định có lựa chọn thực hiện quyền này hay không. Nếu giá giao dịch tăng so với giá chào bán, TCBL sẽ thực hiện quyền phân bổ vượt mức. Nếu giá giao dịch giảm so với giá chào bán, TCBL sẽ mua lại cổ phiếu vượt mức trên thị trường, do đó giúp hỗ trợ giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, việc phân bổ vượt mức còn giúp TCBL cam kết bảo lãnh theo phương thức cam kết chắc chắn chủ động hạn chế rủi ro tồn kho do việc hủy các đơn hàng dự kiến đăng ký mua của NĐT. Mỹ là nước đầu tiên quy định quyền phân bổ vượt mức tại Bộ qui tắc thực hành công bằng của NASD.⁸⁶ Theo đó, đối với chào bán cổ phiếu ra công chúng bằng phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn, TCBL được bán thêm cổ phiếu của công ty ra công chúng, tối đa 15% số lượng cổ phần đăng ký trong đợt chào bán chính thức nếu nhu cầu cổ phiếu cao hơn dự kiến. Hoặc như tại Trung Quốc, Ủy ban điều tiết chứng khoán Trung Quốc đã cho phép áp dụng quyền chọn phân bổ vượt hạn mức trong Quyết định số 112 ngày 03/09/2001.⁸⁷

Cần nhìn nhận rằng, mặc dù có vai trò quan trọng giúp bình ổn giá chứng khoán nhưng hoạt động hỗ trợ giá của TCBL là một hình thức thao túng giá, dễ tạo cơ hội trục lợi và gây bất ổn cho thị trường. Chính vì vậy, hiện nay, pháp luật Việt Nam chưa cho phép áp dụng biện pháp bình ổn giá chứng khoán. Tại Mỹ, SEC cho phép thực hiện hoạt động này nhưng phải trong các điều kiện nhất định và phải được công bố trong bản cáo bạch được SEC chấp thuận. Mục đích để NĐT biết giá giao dịch của chứng khoán trên thị trường là kết quả của hoạt động bình ổn giá hay giá trị nội tại của chứng khoán đó.

⁸⁴ Katrina Ellis, Roni Michaely and Maureen O'Hara, (2000), *When the Underwriter Is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket*, The Journal of Finance, Vol. LV, No.3, tr.1045.

⁸⁵ Còn gọi là quyền chọn GreenShoe (Greenshoe Option), theo tên của TCPH đầu tiên sử dụng quy định này là The Green Shose Manufacturing Company vào tháng 10/1960.

⁸⁶ The NASD Rules of Fair Practice, (c) (6) (B) (viii).

⁸⁷ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flgf/bmgf/fx/fxyx/201012/t20101231_189654.html

Về hoạt động tạo lập thị trường

TCBL với vai trò nhà tạo lập thị trường (market-maker), đứng giữa người mua (NĐT) và người bán (TCPH) để hỗ trợ thanh khoản khi có sự mất cân bằng giữa các lệnh mua và bán chứng khoán trong giai đoạn đầu hậu phát hành, giúp TCPH thiết lập một thị trường thứ cấp hoạt động cho chứng khoán phát hành. Điều này đặc biệt quan trọng trong trường hợp IPO và phát hành trái phiếu.⁸⁸ TCBL sẽ thực hiện việc mua chứng khoán khi thị trường ở tình trạng không có hoặc có rất ít lệnh mua và bán chứng khoán khi thị trường không có hoặc có rất ít lệnh bán. Quyền chọn phân bổ vượt hạn mức cũng có thể được sử dụng trong trường hợp này. Sự tham gia giao dịch của TCBL, một mặt làm tăng tính thanh khoản cho chứng khoán, mặt khác thu hút các NĐT trên thị trường thứ cấp tham gia mua bán. Trong công trình nghiên cứu về vai trò nhà tạo lập thị trường của TCBL, các tác giả Katrina, Roni và Maureen đã rút ra nhận xét,⁸⁹ TCBL đóng vai trò là nhà tạo lập thị trường mang lại hiệu quả nhiều hơn so với các nhà tạo lập thị trường khác không tham gia vào quá trình chào bán chứng khoán.

Nhìn chung, những hoạt động hỗ trợ hậu phát hành của TCBL đòi hỏi kỹ năng nghiệp vụ cao, trình độ chuyên môn sâu và tính tuân thủ đạo đức nghề nghiệp vì dễ tạo cơ hội “trục lợi” cho chủ thể thực hiện. Thông thường, việc áp dụng triển khai tại các nước có TTCK phát triển, có hệ thống cơ quan quản lý đủ trình độ kiểm soát, hệ thống các TCBL đủ năng lực chuyên môn, đạo đức nghề nghiệp và NĐT có kiến thức, kinh nghiệm. Đối với những nước có TTCK chưa phát triển, trong đó có Việt Nam, việc áp dụng cần được nghiên cứu và cân nhắc cẩn trọng.

Tóm lại, tùy theo trình độ phát triển TTCK và đặc thù mỗi nước, nội dung hoạt động BLPCHK có thể được nhìn nhận không hoàn toàn giống nhau. Tuy nhiên, việc làm rõ nội dung nghiệp vụ BLPCHK giúp nhà làm luật xác định được những yêu cầu đặc thù về mặt chuyên môn, mức độ rủi ro, phạm vi công việc của TCBL trong quá trình chào bán chứng khoán của TCPH. Trên cơ sở đó, xây dựng những quy định điều chỉnh phù hợp về điều kiện pháp lý đối với chủ thể thực hiện nghiệp vụ cũng như xác định trách nhiệm pháp lý kèm theo.

1.1.5. Vấn đề tổ hợp bảo lãnh

Về nguyên tắc, một TCBL có thể cung cấp dịch vụ BLPCHK cho TCPH. Tuy

⁸⁸ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.5.

⁸⁹ Katrina Ellis, Roni Michaely and Maureen O'Hara, (2000), *When the Underwriter Is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket*, The Journal of Finance, Vol.LV, No.3.

nhien, các TCBL cũng có thể hợp tác với nhau thành một nhóm, gọi là tổ hợp bảo lãnh để cùng cung cấp dịch vụ.

Một số lí do chính dẫn đến việc các bên lựa chọn phương thức hình thành tổ hợp bảo lãnh. Về phía TCBL, chủ yếu xuất phát từ hạn chế về năng lực và khả năng chịu rủi ro. Theo lí giải của George và Ahmet,⁹⁰ không giống như hàng hóa hữu hình, dịch vụ BLPHCK không thể được sản xuất trước và lưu trữ để bán sau. Mỗi thỏa thuận BLPHCK được thực hiện trong thời gian nhất định và tuân theo mô hình phân xưởng gia công, đáp ứng nhu cầu của từng khách hàng cụ thể. Điều này có nghĩa, mỗi thỏa thuận có thể yêu cầu một bộ kĩ năng khác nhau mà không phải TCBL nào cũng có thể đáp ứng được tất cả. Xét riêng lẻ, TCBL có năng lực hạn chế, đặc biệt về nguồn nhân lực để thực hiện nhiều thương vụ cùng một lúc cũng như bị giới hạn khả năng tiếp cận đủ số lượng NĐT để phân phối chứng khoán. Bên cạnh đó, các đợt phát hành lớn có thể vượt quá khả năng của một TCBL trong việc chịu rủi ro bảo lãnh cho toàn bộ đợt phát hành. Do vậy, sử dụng mô hình tổ hợp là một cách hiệu quả để khắc phục những hạn chế nêu trên. Về phía TCPH, như Penghua⁹¹ đã nhận định, việc thành lập tổ hợp bảo lãnh sẽ làm tăng hiệu quả và tính toàn diện trong việc đưa thông tin và tăng hiệu quả giám sát của các TCPH. Bởi lẽ, sự tham gia của nhiều TCBL đồng nghĩa với việc đảm bảo giá chứng khoán được xác định chính xác hơn, có nhiều nhà phân tích uy tín với nhiều báo cáo phân tích giá trị về chứng khoán hơn. Việc tăng giám sát sẽ làm tăng giá trị nội tại của TCPH. Điều này thúc đẩy TCPH sẵn sàng sử dụng tổ hợp bảo lãnh thay vì một TCBL duy nhất.

Pháp luật Việt Nam cũng quy định về phương thức tổ hợp bảo lãnh. Theo quy định tại Khoản 20 Điều 3 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP, “*tổ hợp bảo lãnh phát hành là nhóm các TCBL phát hành cùng nhau cam kết bảo lãnh phát hành cho đợt phát hành của TCPH theo hợp đồng đồng bảo lãnh phát hành, trong đó xác định TCBL phát hành chính chịu trách nhiệm chung cho hoạt động bảo lãnh phát hành và quyền, trách nhiệm của từng TCBL phát hành*”. Trên thực tế, cấu trúc của tổ hợp bảo lãnh không chỉ đơn giản gồm TCBL chính và các TCBL thành viên như quy định của pháp luật Việt Nam mà khá phức tạp.

Theo quan điểm truyền thống, dựa trên chức năng của mỗi nhóm và trình tự hoạt động trong quá trình chào bán, một tổ hợp bảo lãnh có thể chia thành ba nhóm. Thứ

⁹⁰ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.21.

⁹¹ Penghua Sun, (2015), *tlđđ*, tr.127.

nhất là nhóm quản lý, gồm một nhà bảo lãnh chính (Lead Underwriter) và một số nhà bảo lãnh đồng quản lý (Several Co-Managers), có chức năng như một nhà tuyển dụng và nhà tổ chức của các thành viên của tổ hợp. Trong đó, nhà bảo lãnh chính là người lãnh đạo tổ hợp và đứng đầu nhóm quản lý, do TCPH lựa chọn, có chức năng xác định các thành viên của tổ hợp, cố vấn cho TCPH trong việc xây dựng kế hoạch tài chính, đánh giá về triển vọng kinh doanh, chuẩn bị hồ sơ chào bán nộp cho cơ quan quản lý, định giá chứng khoán, quản trị chương trình tiếp thị và phân phối chứng khoán. Những nhà đồng quản lý có vai trò hỗ trợ nhà quản lý chính trong việc thực hiện những công việc này. *Thứ hai* là nhóm bảo lãnh, gồm các thành viên chịu trách nhiệm bảo lãnh chứng khoán, đảm bảo số tiền thu được cho TCPH. *Thứ ba* là nhóm bán hàng (còn gọi là nhóm phân phối), có vai trò như đại lý và chỉ chịu trách nhiệm về việc bán chứng khoán. Một thành viên trong tổ hợp bảo lãnh có thể tham gia nhiều hơn một nhóm. Phí bảo lãnh cũng được kết cấu gồm ba phần, tương ứng với chức năng của mỗi nhóm, gồm phí quản lý, phí bảo lãnh và phí phân phối chứng khoán.

Hình thức pháp lý của tổ hợp bảo lãnh là hợp đồng đồng BLPHCK, được kí kết giữa các TCBL với nhau. Hợp đồng quy định quyền, nghĩa vụ của TCBL chính và các TCBL thành viên cũng như việc phân chia chứng khoán và phí bảo lãnh, đặc biệt cho phép TCBL chính được đại diện cho tổ hợp quyết định các điều khoản cơ bản của hợp đồng BLPHCK với TCPH. Tuy nhiên, trường hợp một thành viên tổ hợp thực hiện phân phối chứng khoán cho một hoặc một số tổ chức đại lý để chào bán cho các NĐT thì những đại lý phân phối này không được coi là thành viên của tổ hợp. Hình thức pháp lý của mối quan hệ này là hợp đồng đại lý phân phối chứng khoán.

1.1.6. Vai trò của bảo lãnh phát hành chứng khoán

1.1.6.1. Vai trò đối với tổ chức phát hành

Vai trò quan trọng nhất của hoạt động BLPHCK đối với TCPH là “*đảm bảo cho sự thành công của một dự án, phương án huy động vốn của công ty*”⁹². Thông qua ưu thế về trình độ chuyên môn, kinh nghiệm, uy tín, mạng lưới quan hệ, TCBL giúp TCPH “*tăng vốn trong thời hạn thuận lợi nhất với chi phí hợp lý nhất, đáp ứng nhu cầu kinh doanh*”⁹³. Việc huy động được số vốn cần thiết phục vụ nhu cầu phát triển sản xuất kinh doanh là điều có ý nghĩa “sống còn” đối với các doanh nghiệp bởi vốn luôn là yếu tố then chốt, quyết định sự tồn tại và phát triển của đa số các doanh

⁹² Vũ Thị Kim Liên, (2001), *tlđđ*, tr.7.

⁹³ Phạm Thị Giang Thu, (2004), *tlđđ*, tr.140.

ng nghiệp trong nền kinh tế.

Với nội dung cốt lõi là cam kết mua chứng khoán của TCPH để đảm bảo thành công cho đợt chào bán, hai tác giả George và Ahmet đã coi BLPHCK là một “*chính sách bảo hiểm*”⁹⁴, dự phòng cho rủi ro không phân phối hết chứng khoán của TCPH. Nói cách khác như tác giả Lê Tấn Phước, “*trong bảo lãnh phát hành, TCBL bán bảo hiểm rủi ro cho nhà phát hành*”⁹⁵. Hoặc đó là “*sự chia sẻ rủi ro giữa hai bên khi có rủi ro*”⁹⁶. Xét dưới góc độ phương thức chào bán, chứng khoán phát hành được chào bán ra công chúng có mức độ rủi ro cao hơn phương thức phát hành riêng lẻ. Lí do xuất phát từ sự khác biệt về quy mô vốn huy động, số lượng và đặc tính NĐT giữa hai phương thức chào bán. Điều này lí giải nguyên nhân tại sao BLPHCK thường được các TCPH lựa chọn khi thực hiện phương thức chào bán chứng khoán ra công chúng. Xét trong phạm vi phương thức chào bán chứng khoán ra công chúng, việc chào bán chứng khoán lần đầu gặp nhiều rủi ro hơn các lần chào bán sau. Do những thông tin về TCPH chưa được nhiều NĐT tiếp cận, giá chứng khoán chưa được định hình, tính thanh khoản không cao, đặc biệt đối với những doanh nghiệp chưa có danh tiếng trên thị trường.

Ngoài ra, hoạt động BLPHCK còn đóng vai trò tạo “*cầu nối khoảng trống thông tin giữa người mua và người bán trên thị trường sơ cấp*”⁹⁷. Thực hiện hoạt động BLPHCK cũng có nghĩa TCBL đã thực hiện “*vai trò tiếp thị*”⁹⁸ cho TCPH. Dưới góc độ của TCPH, vai trò này giúp truyền tải thông tin về đợt phát hành đến NĐT. Thực vậy, trong một đợt phát hành chứng khoán, TCPH nắm giữ thông tin về đợt phát hành và muốn cung cấp cho NĐT nhưng lại không có đủ khả năng. Ngược lại, NĐT luôn muốn tiếp cận các cơ hội đầu tư nhưng lại thiếu thông tin. Xét về hiệu quả kinh tế và khả năng thực hiện, việc đòi hỏi NĐT tự mình tìm kiếm các thông tin là bất khả thi. Khoảng trống thông tin giữa hai chủ thể này sẽ được nối lại bởi hoạt động BLPHCK dựa trên hai cơ sở: 1) TCBL có quyền tiếp cận trực tiếp các thông tin liên quan đến đợt phát hành và quyền cung cấp thông tin này cho các NĐT; 2) TCBL có khả năng đưa các thông tin tới NĐT thông qua ưu thế về mạng lưới khách hàng,

⁹⁴ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.11.

⁹⁵ Lê Tấn Phước, (2015), *Ngân hàng đầu tư*, NXB Kinh tế TP. Hồ Chí Minh, tr.120.

⁹⁶ Nguyễn Thị Mùi, (2006), *KDCK*, NXB Tài chính, tr.95.

⁹⁷ Noam Sher, (2014), *tlđđ*, tr.393.

⁹⁸ George J. Papaioannou và Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.11.

hệ thống công nghệ, đội ngũ nhân sự và kinh nghiệm. Bên cạnh phương thức truyền đạt thông tin truyền thống như gặp trực tiếp từng nhóm nhỏ NĐT hay tổ chức các buổi roadshow quy mô lớn. Càng có nhiều thông tin để ra quyết định đầu tư, càng có nhiều sự trở lại của khoản đầu tư.⁹⁹ Ngày nay, các TCBL đã tận dụng sự phát triển của khoa học công nghệ để thực hiện trực tuyến, vừa đảm bảo hiệu quả kinh tế vừa không bị giới hạn về qui mô. Đồng thời, cũng tạo điều kiện thuận lợi cho các NĐT dễ dàng tiếp nhận được thông tin.

Mặt khác, TCPH luôn tìm cách tối đa hóa số tiền thu được bằng cách bán chứng khoán ở mức giá cao nhất có thể, trong khi NĐT tìm cách tối đa hóa lợi nhuận bằng cách mua chứng khoán với giá chào thấp hơn giá trị thị trường. TCBL sẽ “làm mịn” mối quan hệ mâu thuẫn lợi ích này bằng cách đưa ra đề nghị về giá chào bán có thể chấp nhận lẫn nhau.¹⁰⁰ Việc tiếp thị thông tin cũng góp phần nâng cao hình ảnh, danh tiếng của TCPH trên TTCK, tạo điều kiện để tiếp cận với các cơ hội đầu tư, kinh doanh, huy động vốn trong tương lai.

1.1.6.2. Vai trò đối với tổ chức bảo lãnh

Trước hết, với tư cách là hoạt động kinh doanh, BLPCHK mang lại nguồn doanh thu cho các TCBL dưới dạng các khoản phí bảo lãnh. Đây là nguồn thu chiếm tỷ trọng khá cao trong tổng thu nhập của TCBL, đặc biệt trong giai đoạn nền kinh tế đang cần vốn. Mức phí bảo lãnh thường được xác định dựa vào các yếu tố như loại hình bảo lãnh, quy mô đợt phát hành, phương thức chào bán.

Ngoài thu nhập, hoạt động bảo lãnh phát hành còn góp phần nâng cao vị thế, uy tín cho TCPH. Dưới góc độ nghiệp vụ kinh doanh, bảo lãnh phát hành là nghiệp vụ rất phức tạp. Việc đáp ứng các yêu cầu luật định để được kinh doanh hoạt động này chỉ là điều kiện cần. Thực tế cho thấy, không phải tổ chức được cấp phép hoạt động kinh doanh bảo lãnh nào cũng đều có thể trở thành một TCBL tốt. Thành công của đợt phát hành không chỉ dừng lại ở việc giúp TCPH huy động được số vốn cần thiết mà còn đảm bảo lợi ích của NĐT thông qua việc mua được chứng khoán với giá hợp lý, đảm bảo lợi ích của chính TCBL với số phí bảo lãnh tương xứng và tính thanh khoản cao của chứng khoán sau phát hành. Điều này đòi hỏi TCBL phải hội tụ thêm rất nhiều yếu tố về kinh nghiệm, mạng lưới khách hàng, khả năng phân tích, dự đoán và kỹ năng xử lý biến động thị trường. Do vậy, khi một đợt phát hành chứng khoán

⁹⁹ Penghua Sun, (2015), *tlđđ*, tr.28.

¹⁰⁰ George J. Papaioannou & Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.17.

được bảo lãnh thành công, danh tiếng của TCBL được nâng lên rất nhiều. TCBL không chỉ nhận được sự tin tưởng của TCPH, những NĐT đã mua chứng khoán mà còn thu hút và tạo được uy tín với các doanh nghiệp cũng như NĐT khác trên thị trường. Lúc này, cơ hội có được các khách hàng mới của TCBL tỷ lệ thuận với danh tiếng có được. Đồng thời, mức phí bảo lãnh cũng gia tăng tỷ lệ thuận với danh tiếng.¹⁰¹

Hoạt động BLPHCK còn có vai trò hỗ trợ các hoạt động KDCK khác của TCBL phát triển. Như đã phân tích ở phần đặc điểm, BLPHCK mang tính chất của các hoạt động KDCK khác. Khi triển khai thực hiện hoạt động BLPHCK, các hoạt động KDCK khác như môi giới, tư vấn đầu tư chứng khoán, tư vấn tài chính doanh nghiệp cũng được tham gia cùng. Qua đó, trình độ nghiệp vụ của nhân sự tại các bộ phận thực hiện các hoạt động này được nâng cao, cơ sở khách hàng có cơ hội được mở rộng kéo theo gia tăng các nguồn thu nhập cho TCBL.

1.1.6.3. Vai trò đối với nhà đầu tư trên thị trường

Hoạt động BLPHCK giúp NĐT kiểm định chất lượng thông tin về chứng khoán chào bán do TCPH cung cấp.

TTCK là thị trường thông tin, trong đó các thông tin liên quan đến TCPH đều được phản ánh vào giá chứng khoán của tổ chức đó. Theo các tác giả Thomas (1994)¹⁰², Manju (1996)¹⁰³ hay John (2004)¹⁰⁴, TCBL hoạt động như một trung gian “chứng nhận”, người cung cấp thông tin về giá trị nội tại của doanh nghiệp cho thị trường sơ cấp. Giá chào bán chứng khoán được các TCBL nỗ lực định giá gần nhất với giá trị nội tại của nó do mối quan tâm của họ về việc bảo tồn danh tiếng trên thị trường. Chính vì vậy, TCBL được nhìn nhận như một người gác cổng –những người cam kết dùng vốn uy tín của mình để bảo vệ lợi ích cho những NĐT phân tán.

Trong các đợt phát hành chứng khoán ra công chúng, TCPH có khả năng rất cao tận dụng lợi thế thông tin nắm giữ của mình để thực hiện các hành vi sai trái với NĐT. Giống như nhận xét của tác giả Lê Thị Thu Hằng, “*khuyết tật cơ bản và dễ thấy nhất là việc mất cân đối thông tin giữa các chủ thể tham gia thị trường, trong đó người bị*

¹⁰¹ Janice C.Y. How and Julian J.L. Yeo, (2000), *The Pricing of Underwriting Services in the Australian Capital Market*, Pacific-Basin Finance Journal, Vol.8, tr.363.

¹⁰² Thomas J. Chemmanur and Paolo Fulghieri (1994), *Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation*, The Journal of Finance Vol.49, No.1, tr.68.

¹⁰³ Manju Puri (1996), *Commercial Banks Investment Banking Conflict of Interest or Certification Role?*, Journal of Financial Economics Vol.40, tr.397.

¹⁰⁴ John C. Coffee Jr, (2004), *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Boston University Law Review, Vol 84, tr.308.

bất lợi về thông tin luôn là những cá nhân mua chứng khoán”¹⁰⁵. Trong mối quan hệ này, tác giả George (2017) đã nhận định, “các TCPH sẽ tìm cách tối đa hóa số tiền thu được từ đợt phát hành bằng cách bán chứng khoán ở mức cao nhất có thể, trong khi NĐT tìm cách tối đa hóa lợi nhuận bằng cách mua với giá thấp hơn giá thị trường của chứng khoán đó”¹⁰⁶. Bởi vậy, NĐT thường không có niềm tin vào TCPH và có xu hướng tìm một bên trung gian có khả năng đáp ứng nhu cầu của mình để dựa vào, chính là TCBL.

Lí giải cho vấn đề này, trong công trình nghiên cứu khá công phu về chào bán chứng khoán ra công chúng từ quan điểm của TCPH, TCBL và NĐT, tác giả Penghua (2015) đã phân tích tâm lý của NĐT như sau: Các NĐT được TCBL cung cấp thông tin về đợt chào bán thường nằm trong mạng lưới khách hàng sẵn có, đặc biệt các NĐT tổ chức thường là những đồng minh chiến lược lâu dài. Sự hợp tác một lần giữa TCBL và TCPH mang tính tạm thời so với mối quan hệ lâu dài giữa TCBL và NĐT tổ chức. Mặc dù có khả năng hợp tác nhiều lần với TCPH nếu tổ chức này thực hiện thêm các đợt phát hành về sau, nhưng sự hợp tác này tương đối hạn chế so với thực tế là, TCBL có thể cần hợp tác với các NĐT nhiều lần mỗi năm do số lượng các dự án phát hành chứng khoán mà các TCPH khác sẽ thực hiện. Mặt khác, trong trường hợp việc đặt mua ít chứng khoán sẽ mang lại rủi ro cao cho TCBL, buộc họ phải giữ lại số chứng khoán không bán được và thường các NĐT tổ chức sẽ mua lại phần lớn khiến TCBL muốn duy trì quan hệ hợp tác lâu dài. Những tác động trên buộc TCBL có động lực mạnh mẽ hơn để tối đa hóa lợi ích của các NĐT tổ chức thay vì các NĐT ngắn hạn – cụ thể là TCPH. Điều này làm cho TCBL có xu hướng định giá thấp chứng khoán chào bán để mang lại khoản lợi nhuận lớn hơn cho các NĐT cũng như giảm thiểu tối đa rủi ro cho mình.¹⁰⁷

Mặc dù những phân tích nêu trên chỉ xuất phát từ tâm lý suy luận của NĐT nhưng cũng là lưu ý giúp các nhà làm chính sách dự kiến được những xung đột lợi ích có thể phát sinh giữa các chủ thể tham gia quan hệ bảo lãnh phát hành. Đặc biệt, cho thấy sự cần thiết phải quy định trách nhiệm pháp lý rõ ràng cho các TCBL để đảm bảo họ giữ vững vai trò là “trung gian xác nhận” thông tin.

Tóm lại, BLPCHK đã trực tiếp mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn cho các NĐT

¹⁰⁵ Lê Thị Thu Hằng, (2015), *Xây dựng cơ chế quản lý chào bán chứng khoán ra công chúng dựa trên công bố thông tin đầy đủ*, Đề tài NCKH cấp UBCKNN, tr.12.

¹⁰⁶ George J. Papaioannou và Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *tlđđ*, tr.3.

¹⁰⁷ Penghua Sun, (2015), *tlđđ*, tr.59-60.

trên TTCK với những thông tin liên quan đã được tổng hợp, phân tích, đánh giá và xác nhận.

1.1.6.4. *Vai trò đối với cơ quan quản lý nhà nước*

Một trong những chức năng cơ bản của nhà nước là bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các tổ chức, cá nhân trong xã hội. Trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK, để thực hiện chức năng này, các nhà làm chính sách đã thông qua hoạt động BLPHCK tạo ra một “người gác cổng”, thay các cơ quan quản lý kiểm định chất lượng thông tin về chứng khoán chào bán do TCPH cung cấp, qua đó bảo vệ lợi ích chính đáng của NĐT trên thị trường. Luận giải cho vấn đề này, tác giả Kraakman (1986) cho rằng, người gác cổng có khả năng giám sát và kiểm soát hành vi của TCPH¹⁰⁸ xuất phát từ vai trò là một trung gian có uy tín trong việc xác nhận tính chính xác của thông tin do TCPH công bố¹⁰⁹. Cụ thể hơn, John (2004) đã chỉ ra hai yếu tố cốt lõi làm nền tảng cho hành động của một người gác cổng. Đầu tiên, người gác cổng là một người có vốn uy tín đáng kể, có được trong nhiều năm và nhiều khách hàng. Điều này cam kết đảm bảo tính chính xác của các tuyên bố hoặc sự thể hiện mà họ đưa ra hoặc xác minh. Thứ hai, người gác cổng nhận được một lợi ích hoặc chi phí nhỏ hơn rất nhiều cho vai trò của mình, với tư cách là người được ủy thác, trong việc phê duyệt, xác nhận hoặc xác minh thông tin cho người ủy thác từ giao dịch mà người gác cổng tạo điều kiện hoặc cho phép. Về lý thuyết, người gác cổng sẽ không thể hi sinh vốn uy tín của mình cho một khách hàng với một khoản phí khiêm tốn.¹¹⁰

Vai trò quan trọng kế tiếp của BLPHCK đối với các cơ quan quản lý xuất phát từ mục đích thực hiện hoạt động này. BLPHCK được coi là một trong những công cụ quan trọng được các nhà hoạch định chính sách sử dụng để tăng khả năng tiếp cận thị trường vốn dài hạn cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Sự song hành của hoạt động bảo lãnh trong quá trình phát hành chứng khoán có thể được ví như “liều thuốc tinh thần và vật chất” cho các doanh nghiệp. Kinh nghiệm, trình độ, mạng lưới quan hệ và nguồn lực tài chính của TCBL giúp các doanh nghiệp có thêm niềm tin để lựa chọn phương thức huy động vốn trên TTCK. Khi các doanh nghiệp có đủ nguồn vốn cần thiết sẽ thúc đẩy phát triển sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp nói riêng và

¹⁰⁸ Reiner H Kraakman, (1984), *Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Control*, The Yale Law Journal, Vol.93, tr.891.

¹⁰⁹ Reiner H Kraakman, (1986), *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, Journal of Law, Economics, and Organization, Vol.2, issue 1, tr.61.

¹¹⁰ John C. Coffee Jr, (2004), *tlđđ*, tr.308.

nền kinh tế nói chung. Bên cạnh đó, càng nhiều đợt phát hành chứng khoán được bảo lãnh thành công càng làm gia tăng về số lượng và chất lượng hàng hóa được đưa ra lưu thông trên thị trường thứ cấp. Điều này làm tăng tính hấp dẫn của các cơ hội đầu tư vào TTCK, thu hút sự tham gia của nhiều NĐT, giúp thị trường ngày càng phát triển.

Tóm lại, những phân tích về vai trò của BLPCHK dưới góc độ của từng chủ thể liên quan đã cho thấy vai trò đặc biệt quan trọng của BLPCHK đối với sự phát triển và ổn định của TTCK. Việc nhìn nhận đúng và toàn diện vai trò của BLPCHK là cơ sở quan trọng để xây dựng hành lang pháp lý phù hợp, phát huy hiệu quả hoạt động này trên thực tế. Kết quả nghiên cứu nêu trên cũng đã trả lời cho câu hỏi nghiên cứu số 1 về vai trò của hoạt động BLPCHK và chứng minh giả định kèm theo được NCS đặt ra trong luận án là đúng đắn.

1.2. Những vấn đề lí luận pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán

1.2.1. Các nguyên tắc pháp lý cơ bản để xây dựng pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán

Có thể hiểu, “nguyên tắc xây dựng pháp luật là những tư tưởng chủ đạo phản ánh khái quát những sự việc khách quan liên quan tới quá trình xây dựng pháp luật. Đây là những cơ sở quan trọng của toàn bộ quá trình xây dựng pháp luật, đòi hỏi tất cả các chủ thể tham gia vào quá trình xây dựng pháp luật phải nghiêm chỉnh tuân theo”¹¹¹ Với tư cách là một bộ phận cấu thành của pháp luật điều chỉnh hoạt động KDCK, pháp luật về BLPCHK cũng phải tuân thủ các nguyên tắc pháp lý nhất định, bao gồm: (i) Nguyên tắc tôn trọng quyền tự do kinh doanh; (ii) Nguyên tắc tự chịu trách nhiệm về rủi ro; (iii) Nguyên tắc đảm bảo an toàn hệ thống; (iv) Nguyên tắc bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT.

Đây là các nguyên tắc pháp lý cơ bản, có tính chất nền tảng để xây dựng pháp luật về hoạt động KDCK nói chung và hoạt động BLPCHK nói riêng. Mức độ và hình thức biểu đạt cụ thể của mỗi nguyên tắc trong nội dung pháp luật điều chỉnh từng loại hình hoạt động KDCK có sự khác nhau nhất định. Đối với hoạt động BLPCHK, nội dung của mỗi nguyên tắc được thể hiện cụ thể như sau:

1.2.1.1. Nguyên tắc tôn trọng quyền tự do kinh doanh

Nguyên tắc cho phép các chủ thể thực hiện có quyền quyết định lựa chọn cơ hội

¹¹¹ PGS.TS Nguyễn Minh Đoan, TS. Nguyễn Văn Nam, (2017), *Giáo trình Lí luận chung về nhà nước và pháp luật*, Đại học Luật Hà Nội, NXB Tư pháp, tr.364.

kinh doanh mang lại lợi nhuận tốt nhất cho mình. Tuy nhiên, quyền quyết định này phải được đặt trong giới hạn đã được pháp luật chứng khoán xác định. Các tổ chức KDCK chỉ được thực hiện các hoạt động mà UBCKNN cho phép. Do đó, để đảm bảo quyền hoạt động cho các chủ thể, đòi hỏi quy định pháp luật về điều kiện, trình tự, thủ tục, cách thức thực hiện và các biện pháp quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK phải cụ thể, rõ ràng. Điều này phù hợp với ý kiến cho rằng, *“TTCK chứa đựng những cơ hội kinh doanh rất lớn, điều đó cũng có nghĩa, khi có cơ hội, nhà kinh doanh phải nắm bắt ngay và phải có những đảm bảo về pháp luật khi họ thực hiện những nội dung kinh doanh đó”*¹¹². Trong khuôn khổ đã được xác định, các chủ thể đáp ứng đủ điều kiện luật định có quyền được thực hiện BLPHCK thông qua thủ tục xin cấp giấy phép hoạt động. Trên cơ sở được cấp phép và nhu cầu, khả năng đáp ứng trong từng thời kì, TCBL có quyền tự do lựa chọn TCPH để cung cấp dịch vụ BLPHCK, tự do thỏa thuận lựa chọn phương thức bảo lãnh phù hợp và đàm phán các điều khoản khác của hợp đồng BLPHCK. Bên cạnh đó, nhằm chia sẻ rủi ro, các TBCL có quyền hợp tác với nhau thành lập tổ hợp bảo lãnh để cùng thực hiện bảo lãnh phát hành cho một đợt chào bán chứng khoán.

1.2.1.2. Nguyên tắc tự chịu trách nhiệm về rủi ro

Song hành với quyền “tự làm” luôn là nghĩa vụ “tự chịu”. Nguyên tắc tự chịu trách nhiệm về rủi ro yêu cầu chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK phải chịu trách nhiệm về những quyết sách kinh doanh của mình, trong đó chủ yếu rủi ro phát sinh từ việc phải mua chứng khoán do không phân phối hết. Nguyên tắc này buộc các chủ thể phải có ý thức trách nhiệm với hoạt động kinh doanh của mình. Đồng thời, đòi hỏi quy định pháp luật cần đặt ra các giới hạn, đặc biệt về hạn mức giá trị chứng khoán cam kết bảo lãnh so với khả năng tài chính của TCBL để tránh trường hợp tổ chức này chạy theo lợi nhuận bằng mọi giá. Mặt khác, mối quan hệ giữa TCBL và TCPH cũng là vấn đề cần được nhà làm luật lưu tâm. Trong mối quan hệ bị/được kiểm soát hoặc có sự ràng buộc với nhau về mặt lợi ích, TCBL sẵn sàng “thông đồng, hợp tác” với TCPH đưa ra những thông tin “màu hồng” không đúng sự thật về đợt chào bán để lừa dối nhà đầu tư trên thị trường với mục đích phân phối hết số chứng khoán chào bán. Trong trường hợp này, rủi ro không chỉ xảy ra cho nhà đầu tư mà còn cho bản thân TCBL, có khả năng phải mua hết số chứng khoán “chất lượng kém” nếu không phân phối hết. Nguyên tắc tự chịu trách nhiệm về rủi ro cũng đặt ra đòi

¹¹² Phạm Thị Giang Thu, (2004), *tlđđ*, tr.80.

với NĐT tham gia mua chứng khoán phát hành. Trong trường hợp NĐT đã được cung cấp đầy đủ và chính xác các thông tin về đợt phát hành theo quy định, NĐT phải tự gánh chịu kết quả thua lỗ nếu chứng khoán bị giảm giá. Nhà làm luật không thể quy định các chủ thể khác như TCBL, TCPH phải chịu trách nhiệm về kết quả đầu tư của NĐT nếu như họ đã tuân thủ đúng các quy định có liên quan. Về phía TCPH, nguyên tắc tự chịu trách nhiệm về rủi ro yêu cầu TCPH phải chấp nhận rủi ro xảy ra cho đợt chào bán tương ứng với phương thức bảo lãnh phát hành đã lựa chọn. Nếu TCPH không muốn chi trả phí bảo lãnh cao và lựa chọn phương thức bảo lãnh nỗ lực tối đa, họ tự mình gánh chịu rủi ro không chào bán hết chứng khoán. Ngược lại, nếu TCBL lựa chọn phương thức bảo lãnh với cam kết chắc chắn, họ sẽ tránh được rủi ro này.

1.2.1.3. Nguyên tắc đảm bảo an toàn hệ thống

Đặc trưng của hoạt động BLPHCK là tính rủi ro cao. Rủi ro này mang tính hệ thống, không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của chủ thể thực hiện mà còn ảnh hưởng đến niềm tin của các NĐT trên TTCK, từ đó làm mất tính ổn định của thị trường, tác động tiêu cực đến nền kinh tế. Để tuân thủ nguyên tắc này, pháp luật về hoạt động BLPHCK cần thể hiện được một số nội dung sau:

Thứ nhất, pháp luật cần quy định rõ phạm vi nội dung hoạt động BLPHCK làm cơ sở cho các chủ thể thực hiện. Đồng thời, xác định đầy đủ và cụ thể các giới hạn về giá trị bảo lãnh phát hành, hạn mức đầu tư vào chứng khoán phát hành và giá trị từng loại rủi ro của hoạt động BLPHCK, đảm bảo tính an toàn cho hoạt động của các TCBL.

Thứ hai, pháp luật phải tạo cơ sở pháp lý rõ ràng và đầy đủ cho cơ quan quản lý chuyên ngành thực hiện chức năng quản lý một cách hiệu quả và kịp thời. Theo đó, cơ quan quản lý cần có địa vị pháp lý phù hợp và được trao đầy đủ thẩm quyền để đảm bảo thực hiện hiệu quả chức năng quản lý hoạt động BLPHCK. Song hành với đó, các biện pháp nhằm đảm bảo tính tuân thủ của các chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK cũng phải được quy định cụ thể và phải đảm bảo tính răn đe, trừng phạt đối với các chủ thể có hành vi vi phạm.

1.2.1.4. Nguyên tắc bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư

Như tác giả Phạm Thị Giang Thu đã nhận định, NĐT được đề cập đến ở đây thường là các NĐT riêng rẽ, đứng trực diện với các đối tượng còn lại trên TTCK trong một vị thế tương đối yếu và họ không phải là những nhà kinh doanh lành nghề, họ không biết và không buộc phải biết tất cả “ngón nghề” liên quan đến “luật chơi”. Họ chỉ có thể hy vọng là nhà phát hành, các đối tượng kinh doanh chuyên nghiệp là

những người đáng tin cậy, luôn tính tới lợi ích của NĐT.¹¹³ Trong khi đó, mong muốn của TCBL và TCPH trong mối quan hệ BLPHCK đều giống nhau (phân phối hết chứng khoán cho NĐT), mặc dù mỗi bên tiến hành theo cách thức khác nhau. Với lợi thế về vai trò trong việc nắm giữ và sử dụng thông tin, hai chủ thể hoàn toàn có khả năng liên kết với nhau lừa dối NĐT để đạt được mục đích. Lúc này, pháp luật điều chỉnh hoạt động BLPHCK phải đưa ra những quy định hạn chế tình trạng liên kết trên để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp cho NĐT. Thông thường, yêu cầu này được thể hiện thông qua quy định trách nhiệm của các bên về tính chính xác, đầy đủ của thông tin liên quan đến chứng khoán chào bán và quy định về các trường hợp cấm TCBL thực hiện hoạt động BLPHCK với TCPH thuộc đối tượng có liên quan. Đặc biệt, để bảo vệ nhà đầu tư ở mức độ cao hơn, nhà làm luật có thể quy định rõ trách nhiệm của TCBL như một người gác cổng, có nhiệm vụ thẩm định để đảm bảo tính chính xác của thông tin trong hồ sơ chào bán do TCPH cung cấp. Tuy nhiên, cần khẳng định rằng, BLPHCK là một hoạt động kinh doanh. Do vậy, pháp luật không thể quá cứng nhắc đặt nguyên tắc này lên hàng đầu dẫn đến cản trở sự phát triển của hoạt động BLPHCK trên thị trường. Mối quan hệ lợi ích giữa các chủ thể (TCBL, TCPH, NĐT và nhà nước) cần được giải quyết một cách hài hòa và cùng hướng tới mục tiêu chung xây dựng một TTCK ổn định và phát triển.

1.2.2. Cấu trúc pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán

Theo nghĩa chung nhất, pháp luật về BLPHCK được hiểu là tổng thể các quy phạm pháp luật do cơ quan nhà nước có thẩm quyền ban hành nhằm điều chỉnh các quan hệ xã hội phát sinh trong quá trình thực hiện chức năng quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK và trong quá trình các TCBL thực hiện hoạt động BLPHCK cho TCPH thông qua việc cam kết sẽ phân phối chứng khoán cho TCPH bằng việc mua chứng khoán để phân phối lại cho NĐT hoặc mua số chứng khoán còn lại chưa được phân phối hết hoặc nỗ lực tối đa để phân phối chứng khoán và thực hiện một hoặc một số công việc khác hỗ trợ quá trình chào bán chứng khoán của TCPH với mục đích bảo vệ quyền lợi chính đáng cho các chủ thể tham gia quan hệ và đảm bảo các quan hệ phát triển ổn định, lành mạnh, an toàn và hiệu quả.

Có nhiều cách xác định cấu trúc pháp luật điều chỉnh một vấn đề cụ thể phát sinh trong thực tiễn xã hội, tùy góc độ nghiên cứu. Trong phạm vi của luận án này, cấu trúc pháp luật về BLPHCK được xác định trên cơ sở các quan hệ xã hội cơ bản

¹¹³ Phạm Thị Giang Thu, (2004), *tlđđ*, tr.81.

phát sinh từ hoạt động BLPHCK và những yêu cầu đặc thù của nội dung pháp luật về BLPHCK.

Từ khái niệm pháp luật về BLPHCK có thể xác định, đối tượng điều chỉnh của pháp luật về BLPHCK là các quan hệ xã hội phát sinh giữa ba chủ thể: TCBL (chủ thể cung cấp dịch vụ BLPHCK), TCPH (chủ thể sử dụng dịch vụ BLPHCK) và cơ quan quản lý (chủ thể quản lý hoạt động BLPHCK). Các quan hệ này được phân định thành hai nhóm sau đây:

Nhóm quan hệ thứ nhất phát sinh giữa TCBL và TCPH, được thể hiện qua nội dung về điều kiện tham gia hoạt động BLPHCK, nội dung nghiệp vụ, phương thức và hình thức pháp lý của hoạt động BLPHCK.

Nhóm quan hệ thứ hai phát sinh giữa cơ quan quản lý nhà nước và TCBL, được thể hiện qua hoạt động giám sát và thanh kiểm tra của cơ quan quản lý và việc tuân thủ các điều kiện thực hiện và giới hạn an toàn khi thực hiện hoạt động BLPHCK của TCBL.

Về những yêu cầu đặc thù đối với nội dung pháp luật về BLPHCK, có thể nhận thấy, BLPHCK là hoạt động KDCK phức tạp và có độ rủi ro cao, ảnh hưởng trực tiếp đến an toàn hệ thống của TCBL. Bên cạnh đó, luôn tồn tại mâu thuẫn lợi ích có thể ảnh hưởng đến quyền lợi của số đông công chúng đầu tư, được coi là những chủ thể “ẩn danh” trong quan hệ BLPHCK, đồng thời cũng là những chủ thể “yếu thế” trên TTCK. Do vậy, pháp luật về BLPHCK phải đảm bảo hai mục tiêu: (i) đảm bảo sự quản lý giám sát của nhà nước đối với hoạt động BLPHCK đồng thời đảm bảo quyền tự do kinh doanh của TCBL; (ii) bảo vệ quyền lợi chính đáng của NĐT trên thị trường.

Trên cơ sở các nhóm quan hệ xã hội đã được xác định và yêu cầu đặc thù của pháp luật về BLPHCK, việc xác định cấu trúc pháp luật về BLPHCK sẽ dựa trên các nhóm quan hệ xã hội do pháp luật về BLPHCK điều chỉnh, theo đó, cấu trúc pháp luật về BLPHCK gồm các nhóm quy định sau:

(i) Nhóm quy định về chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Với nhóm quy định này, luận án nghiên cứu các nội dung chính sau:

Thứ nhất, quy định về loại chủ thể được phép thực hiện hoạt động BLPHCK. Tùy quan điểm của từng nước về vấn đề quản lý hoạt động kinh doanh ngân hàng và hoạt động KDCK có sự quy định khác nhau về mô hình chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK, có thể là ngân hàng thương mại hoặc tổ chức KDCK chuyên nghiệp (ngân hàng đầu tư hoặc CTCK). Hiện nay, trên thế giới tồn tại ba mô hình quản lý hai hoạt động này. Đối với những nước theo mô hình ngân hàng đa năng toàn phần như các

nước Bắc Âu, Hà Lan, Thụy Sĩ, không có sự tách bạch giữa hoạt động ngân hàng và hoạt động KDCK, TCBL có thể là ngân hàng thương mại hoặc CTCK. Các nước theo mô hình đa năng một phần như Thái Lan, Hàn Quốc hay Việt Nam cho phép các ngân hàng thương mại được hoạt động KDCK nhưng không trực tiếp mà phải thành lập các CTCK trực thuộc để thực hiện. Tuy nhiên, tại Thái Lan, Hàn Quốc, các ngân hàng này được trực tiếp thực hiện bảo lãnh phát hành đối với chứng khoán là trái phiếu. Đối với mô hình ngân hàng chuyên doanh mà điển hình áp dụng là hai nước Mỹ và Nhật Bản, ngân hàng thương mại chỉ được phép kinh doanh trong phạm vi các hoạt động ngân hàng còn việc KDCK phải do các CTCK độc lập thực hiện. Tuy nhiên, hiện nay các nước này có xu hướng chuyển đổi thành mô hình ngân hàng đa năng một phần với việc cho phép các ngân hàng thương mại tham gia vào hoạt động KDCK.

Thứ hai, quy định về điều kiện pháp lý để chủ thể được phép kinh doanh dịch vụ BLPHCK. Việc đặt ra các điều kiện pháp lý hoàn toàn xuất phát từ tính chất phức tạp và mức độ rủi ro cao của hoạt động BLPHCK. Qua nghiên cứu cho thấy, dù theo mô hình nào, pháp luật đa số các nước đều xác định những điều kiện hướng đến sự đảm bảo về cơ sở vật chất, năng lực chuyên môn và năng lực tài chính của chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK đồng thời yêu cầu phải được cơ quan quản lý cấp phép thực hiện. Tuy nhiên, tùy theo mô hình quản lý, mỗi nước có cách thức áp dụng điều kiện pháp lý cho chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK khác nhau. Đối với những nước theo mô hình ngân hàng đa năng, BLPHCK được coi như một trong các nghiệp vụ ngân hàng và pháp luật quy định điều kiện pháp lý để cấp phép thực hiện hoạt động ngân hàng nói chung, không có sự phân biệt giữa các loại nghiệp vụ. Trong mô hình ngân hàng đa năng một phần với các chủ thể KDCK độc lập, nhà làm luật các nước thường lựa chọn một trong hai cách thức quy định. Cách thứ nhất chỉ quy định điều kiện pháp lý cho hoạt động KDCK nói chung. Chủ thể đáp ứng được các điều kiện này có thể thực hiện bất kỳ hoạt động KDCK nào, kể cả BLPHCK. Cách thứ hai quy định điều kiện pháp lý riêng cho từng hoạt động KDCK và sự khác nhau chủ yếu thể hiện trong điều kiện về mức vốn điều lệ tối thiểu. Thông thường, mức vốn điều lệ tối thiểu của hoạt động BLPHCK được quy định cao nhất trong các loại hoạt động KDCK. Tác giả Phạm Thị Giang Thu đã đưa ra nhận định chính xác khi cho rằng, điều kiện về vốn trong hoạt động KDCK có ý nghĩa quyết định, hoàn toàn phù hợp với yêu cầu của hoạt động kinh doanh tài chính tiền tệ trong đó KDCK là một nội

dung cụ thể.¹¹⁴

(ii) Nhóm quy định về các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán, tổ hợp bảo lãnh và nội dung của nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán

Đối với quy định về phương thức BLPHCK, luận án xem xét quy định về từng phương thức BLPHCK, bao gồm phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn, phương thức bảo lãnh dự phòng và phương thức bảo lãnh nỗ lực tối đa.

Đối với quy định về tổ hợp bảo lãnh, luận án xem xét một số vấn đề liên quan như quy định về cấu trúc của tổ hợp, cách thức hoạt động của tổ hợp, quyền và trách nhiệm của từng loại thành viên tham gia tổ hợp.

Đối với quy định về nội dung nghiệp vụ BLPHCK, luận án tập trung phân tích, đánh giá các quy định về hành vi do TCBL được phép thực hiện khi tiến hành BLPHCK cho một đợt chào bán. Chỉ khi xác định được nội dung nghiệp vụ BLPHCK, TCBL mới xây dựng được quy trình nghiệp vụ BLPHCK phù hợp. Cách thức xác định phổ biến hiện nay dựa trên vai trò của TCBL trong quy trình thủ tục chào bán chứng khoán ra công chúng. Thông thường, nhóm quy định bao gồm:

- Quy định về hoạt động tư vấn phát hành
- Quy định về hoạt động chuẩn bị hồ sơ chào bán chứng khoán
- Quy định về hoạt động định giá chứng khoán chào bán
- Quy định về thực hiện cam kết bảo lãnh và phân phối chứng khoán
- Quy định về hoạt động bình ổn giá chứng khoán sau phát hành.

Tùy đặc thù TTCK mỗi nước, chủ yếu liên quan đến trình độ phát triển, nhà làm luật mỗi nước xác định phạm vi nội dung nghiệp vụ BLPHCK khác nhau. Ví dụ như, hoạt động bình ổn giá chứng khoán thường được quy định tại các nước có TTCK phát triển như Mỹ, Nhật Bản, Thái Lan... trong khi nhà làm luật Việt Nam thể hiện quan điểm thận trọng khi chưa cho phép thực hiện.

Quy định về nội dung nghiệp vụ BLPHCK là cơ sở pháp lý quan trọng cho các chủ thể kinh doanh xác định phạm vi các công việc được phép thực hiện cũng như ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn doanh thu từ phí bảo lãnh mang lại. Phía cơ quan quản lý dựa vào đó để thiết lập các biện pháp quản lý phù hợp và là cơ sở thực hiện công tác kiểm tra, giám sát. Do vậy, luận án xác định sẽ tập trung nghiên cứu sâu về nhóm quy định này.

¹¹⁴ Phạm Thị Giang Thu, (2002), *Xây dựng và hoàn thiện khung pháp luật TTCK ở Việt Nam*, Luận án tiến sĩ Luật học, Đại học Luật Hà Nội, tr.116.

(iii) Nhóm quy định về hình thức pháp lý của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Hoạt động BLPHCK thể hiện dưới hình thức pháp lý là hợp đồng BLPHCK, được kí kết giữa TCBL và TCPH. Dưới góc độ dịch vụ, hợp đồng BLPHCK có nội dung khá rộng, bao gồm thỏa thuận của hai bên về các nội dung nghiệp vụ BLPHCK mà TCBL có thể cung cấp cho TCPH. Tuy nhiên, trong phạm vi nghiên cứu của luận án, xuất phát từ tính chất cốt lõi và vai trò đặc thù của hoạt động BLPHCK là cam kết bảo lãnh và phân phối chứng khoán cho TCPH, nội dung hợp đồng BLPHCK được hiểu theo nghĩa hẹp, bao gồm các điều khoản thỏa thuận của hai bên liên quan đến cam kết bảo lãnh và phân phối chứng khoán. Ngoài hợp đồng BLPHCK, trong phần này của luận án, tác giả cũng đề cập đến hợp đồng đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán (là hợp đồng được ký kết giữa các TCBL với nhau về việc cam kết cùng thực hiện dịch vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, thông qua hình thức tổ hợp bảo lãnh, còn được gọi là hợp đồng giữa các TCBL). Hợp đồng đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán là cơ sở pháp lý đảm bảo nghĩa vụ BLPHCK trong hợp đồng BLPHCK được thực hiện trên thực tế trong trường hợp thành lập tổ hợp bảo lãnh. Đây cũng chính là hai văn bản bắt buộc TCPH phải gửi kèm theo hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng.

Quy định về hợp đồng BLPHCK và hợp đồng đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán được xem xét trên hai khía cạnh, hình thức và nội dung của hợp đồng. Liên quan đến nội dung của hai hợp đồng, luận án chỉ tập trung nghiên cứu một số điều khoản quan trọng liên quan đến về quyền và nghĩa vụ của các bên.

(iv) Nhóm quy định về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Hoạt động BLPHCK chứa đựng nhiều rủi ro nên việc đặt ra các giới hạn để đảm bảo an toàn cho chủ thể thực hiện là điều cần thiết và quan trọng. Pháp luật về giới hạn an toàn trong hoạt động BLPHCK bao gồm các quy định về điều kiện thực hiện BLPHCK, các trường hợp hạn chế BLPHCK, hạn mức bảo lãnh tối đa và hạn mức đầu tư. Các quy định chủ yếu yêu cầu chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK chỉ được phép nhận bảo lãnh trong giới hạn giá trị chứng khoán nhất định, phải đảm bảo khi thực hiện cam kết mua chứng khoán không được vượt quá tỷ lệ nhất định về vốn chủ sở hữu của mình và tỷ lệ nắm giữ tối đa tổng chứng khoán hay vốn điều lệ của TCPH. Đồng thời, quy định rõ các trường hợp không được phép thực hiện BLPHCK, phần lớn là các trường hợp trong đó TCBL và TCPH có mối liên quan với nhau về mặt sở

hữu hoặc quản trị điều hành. Mục đích chính của các quy định nhằm đảm bảo an toàn hoạt động cho các TCBL. Mặt khác, tránh tạo cơ hội diễn ra sự “bắt tay thực hiện hành vi gian lận” giữa TCBL và TCPH, bảo vệ quyền lợi cho các NĐT và đảm bảo tính ổn định của thị trường.

Để tăng tính an toàn hơn nữa, quy định về giới hạn an toàn trong hoạt động BLPHCK còn xác định giá trị các rủi ro có thể phát sinh từ hoạt động này để tính vào tỷ lệ ATTC của chủ thể thực hiện. Giá trị rủi ro phụ thuộc và tính chất từng loại rủi ro (rủi ro thanh toán, rủi ro thị trường, rủi ro hoạt động). Trong quá trình hoạt động, TCBL phải luôn duy trì tỷ lệ ATTC tối thiểu. Để tuân thủ, TCBL buộc phải có sự cân nhắc và ưu tiên lựa chọn những hợp đồng BLPHCK có mức độ rủi ro phù hợp với mức độ ATTC của công ty.

(v) Nhóm quy định về quản lý nhà nước đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Nội dung quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK được tiếp cận theo hai góc độ. *Thứ nhất*, quy định về chủ thể thực hiện việc quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK, trong đó chủ yếu xem xét chức năng của cơ quan quản lý chuyên ngành về chứng khoán – UBCKNN. *Thứ hai*, quy định về biện pháp quản lý đối với hoạt động BLPHCK thông qua cơ chế kiểm tra, giám sát và xử lý vi phạm của cơ quan quản lý. Các quy định về quản lý nhà nước, một mặt, phải đảm bảo yêu cầu tạo cơ sở pháp lý đầy đủ, rõ ràng cho cơ quan quản lý nắm bắt được tình hình hoạt động BLPHCK trên thực tế và can thiệp kịp thời trong trường hợp cần thiết. Mặt khác, phải tôn trọng “luật chơi của thị trường”, không được can thiệp quá sâu, đảm bảo quyền tự do kinh doanh cho chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK. Giống như PGS.TS Phạm Thị Giang Thu đã nhận định, “việc quản lý không chỉ nhằm mục đích giữ kỷ luật thị trường mà còn nhằm mục đích phát triển thị trường”¹¹⁵.

Tóm lại, việc xác định rõ cấu trúc pháp luật về BLPHCK có ý nghĩa quan trọng trong việc xây dựng được một hành lang pháp lý an toàn và hiệu quả cho hoạt động BLPHCK. Kết quả nghiên cứu nêu trên cũng đã trả lời cho câu hỏi nghiên cứu số 2 và chứng minh giả định kèm theo được NCS đặt ra trong luận án là đúng đắn.

¹¹⁵ Phạm Thị Giang Thu, 2004, *tlđd*, tr.46.

Kết luận chương 1

Nghiên cứu những vấn đề lí luận về hoạt động BLPHCK có ý nghĩa quan trọng. Mục đích nghiên cứu nhằm đưa ra những nhận định đúng đắn về bản chất, đặc điểm, phương thức thực hiện, nội dung nghiệp vụ và vai trò của BLPHCK. Đặc biệt, việc làm rõ những đặc thù của BLPHCK so với các hoạt động KDCK khác (bao gồm: (i) là hoạt động phái sinh từ hoạt động phát hành chứng khoán; (ii) mang một phần tính chất của hoạt động bảo hiểm; (iii) là hoạt động KDCK có tính chất rủi ro cao nhất; (iv) là hoạt động KDCK hỗn hợp; (v) NĐT là chủ ẩn danh trong quan hệ BLPHCK và (vi) phải tuân thủ các giới hạn an toàn trong quá trình triển khai thực hiện) là cơ sở để thiết kế, xây dựng các quy định pháp luật điều chỉnh phù hợp. Nói cách khác, chính những đặc trưng này đã chi phối trực tiếp tới việc xác định cấu trúc pháp luật về BLPHCK. Bên cạnh đó, việc nhìn nhận đúng và toàn diện vai trò của hoạt động BLPHCK dưới nhiều góc độ đã cho thấy vai trò quan trọng của BLPHCK đối với sự phát triển và ổn định của TTCK. Đặc biệt, việc kế thừa lí luận về vai trò “người gác cổng” của chủ thể thực hiện BLPHCK có ý nghĩa quan trọng trong việc nghiên cứu phát triển trong điều kiện thị trường chào bán chứng khoán ở Việt Nam đang có nhiều bất ổn.

Trên cơ sở những vấn đề lí luận về BLPHCK đã được làm rõ, luận án xác định nội dung lí luận pháp luật về BLPHCK trên hai phương diện, về các nguyên tắc pháp lý cơ bản để xây dựng pháp luật về BLPHCK và cấu trúc pháp luật về BLPHCK. Mặc dù cùng tuân thủ các nguyên tắc pháp lý cơ bản của pháp luật điều chỉnh hoạt động KDCK nói chung nhưng mức độ và hình thức biểu đạt cụ thể của từng nguyên tắc trong pháp luật về BLPHCK có những nét riêng. Cấu trúc pháp luật về BLPHCK cũng được xác định bao gồm 5 nhóm quy định: (i) về chủ thể; (ii) về các phương thức BLPHCK và nội dung của nghiệp vụ BLPHCK; (iii) về hình thức pháp lý của hoạt động BLPHCK; (iv) về giới hạn an toàn trong hoạt động BLPHCK và (v) về quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK. Việc xác định cấu trúc nhằm chỉ ra phạm vi nghiên cứu của luận án đồng thời là cơ sở đánh giá quá trình xây dựng pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam.

Có thể nói, việc nghiên cứu một cách có hệ thống những vấn đề lí luận về BLPHCK và pháp luật về BLPHCK là cơ sở quan trọng để phân tích, đánh giá thực trạng pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam hiện nay. Đây chính là nội dung cơ bản được trình bày tại chương 2 của luận án.

Chương 2

THỰC TRẠNG PHÁP LUẬT VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

2.1. Thực trạng pháp luật về chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.1.1. Một số ưu điểm của quy định về chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Từ kết quả nghiên cứu pháp luật về BLPHCK, nghiên cứu sinh cho rằng các quy định hiện hành về chủ thể thực hiện BLPHCK thể hiện một số ưu điểm chính sau đây:

2.1.1.1. Việc lựa chọn mô hình ngân hàng đa năng một phần với chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán là công ty chứng khoán phù hợp với thực trạng và mục tiêu phát triển thị trường tài chính Việt Nam trong giai đoạn trước đây và hiện nay.

So với lịch sử hình thành thị trường tài chính trên thế giới, thị trường tài chính Việt Nam còn khá non trẻ, đang từng bước được xây dựng, củng cố và phát triển. TTCK ra đời bằng sự can thiệp trực tiếp của nhà nước trong bối cảnh các điều kiện về kinh tế, xã hội chưa đáp ứng. Do vậy, việc lựa chọn mô hình ngân hàng đa năng một phần phù hợp với mục tiêu quản lý và phát triển của các cơ quan quản lý. Một mặt, đảm bảo an toàn cho hoạt động của hệ thống tín dụng. Mặt khác, tạo điều kiện cho sự tham gia của các ngân hàng thương mại vào TTCK với lợi thế về nguồn vốn, nhân lực và mạng lưới khách hàng, những yếu tố có ý nghĩa đặc biệt quan trọng để thực hiện hoạt động BLPHCK. Ngay từ ngày đầu thành lập thị trường cho đến nay, thị phần hoạt động BLPHCK chủ yếu thuộc về các CTCK trực thuộc hoặc có ngân hàng thương mại “đứng sau”. Xem xét báo cáo tài chính các năm 2018, 2019 và 2020 của các CTCK cho thấy, Công ty cổ phần chứng khoán Kỹ Thương trực thuộc Ngân hàng TMCP Techcombank (sở hữu 89% vốn điều lệ) có doanh thu về BLPHCK cao nhất, đạt gần 1.164 tỷ đồng (2019) và 1.590 tỷ đồng (2020). Hoặc Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn-Hà Nội (mặc dù Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn-Hà Nội đã thực hiện thoái hết vốn vào năm 2016 nhưng hai pháp nhân có cùng một Chủ tịch hội đồng quản trị là Ông Bùi Quang Hiển) có doanh thu lần lượt năm 2019, 2020 là 126.9 tỷ đồng và 84.2 tỷ đồng. Trong khi đó, các CTCK không có sự hậu thuẫn của ngân hàng thương mại, mặc dù vốn chủ sở hữu lớn hơn khá nhiều nhưng doanh thu về BLPHCK không đáng kể (xem chi tiết tại Phụ lục 1).

Việc lựa chọn từ đầu mô hình CTCK để thực hiện hoạt động BLPHCK thay vì ngân hàng đầu tư cũng được đánh giá phù hợp điều kiện của TTCK Việt Nam nói riêng và thị trường tài chính nói chung, thể hiện sự nghiên cứu và tham khảo luật pháp các nước. Cùng thực hiện hoạt động KDCK, song, với CTCK, các nghiệp vụ kinh doanh được thực hiện ở mức đơn giản hơn, đòi hỏi năng lực tài chính thấp hơn. Đối tượng khách hàng hướng tới thường là những NĐT riêng lẻ trên thị trường. Tại đa số các thị trường có điều kiện tương tự Việt Nam như Trung Quốc, Thái Lan đều lựa chọn mô hình CTCK trong giai đoạn đầu hoạt động. Ở mức độ phát triển cao hơn, mô hình ngân hàng đầu tư với nghiệp vụ cốt lõi là tư vấn và BLPHCK đòi hỏi sự chuyên môn hóa sâu về nghiệp vụ, năng lực tài chính lớn và mạng lưới quan hệ rất rộng. Họ hướng tới phục vụ khách hàng là các định chế hoặc các NĐT chuyên nghiệp. Mô hình này có lịch sử phát triển hàng trăm năm cùng với sự hình thành của thị trường vốn trên thế giới, thường được áp dụng tại các nước có TTCK lâu đời và phát triển như Mỹ và các nước Châu Âu. Tại Mỹ, có sự tồn tại song song và phân tầng, thể hiện sự chuyên môn hóa rõ nét về mặt nghiệp vụ giữa CTCK và ngân hàng đầu tư. Theo đó, các CTCK chủ yếu cung cấp dịch vụ bán lẻ như môi giới, tư vấn đầu tư trong khi các ngân hàng đầu tư cung cấp dịch vụ bán buôn như tư vấn, BLPHCK, đầu tư, nghiên cứu và phân tích đầu tư. Nhìn lại những thành tựu mà TTCK Việt Nam đạt được trong khoảng thời gian hơn 20 năm hình thành và phát triển, việc cho phép áp dụng mô hình ngân hàng đầu tư là một vấn đề quan trọng cần được nghiên cứu và cân nhắc.

2.1.1.2. Điều kiện pháp lý để thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán đã được quy định cụ thể, rõ ràng với các tiêu chí đặt ra tương đối phù hợp với yêu cầu đặc thù và thông lệ quốc tế.

Pháp luật Việt Nam xác định điều kiện pháp lý để CTCK được cấp phép thực hiện hoạt động BLPHCK nói riêng và hoạt động KDCK nói chung thông qua bốn nhóm tiêu chí, phù hợp với thông lệ các nước. Bao gồm, tiêu chí về cơ sở vật chất, vốn điều lệ tối thiểu, nhân sự và người góp vốn. Tùy thuộc đặc thù từng loại hình hoạt động KDCK, nhà làm luật lại quy định mức độ tiêu chí cần đáp ứng khác nhau, được quy định khá cụ thể và chi tiết tại Điều 74 Luật Chứng khoán và Điều 175 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP. CTCK có thể xin cấp phép thực hiện một hoặc một số hoạt động KDCK, hoặc xin cấp phép bổ sung sau khi đã hoạt động một thời gian, miễn là đáp ứng điều kiện pháp lý của hoạt động xin cấp phép đó. Cách thức xác định điều kiện pháp lý thể hiện việc nhà làm luật đã nhận diện đúng đặc điểm chung và đặc thù

từng loại hoạt động KDCK.

Đối với hoạt động BLPCHK, điều kiện về cơ sở vật chất và người góp vốn được quy định giống các hoạt động KDCK khác. Luật chứng khoán mới ban hành đã quy định thống nhất điều kiện về cơ sở vật chất áp dụng chung cho các hoạt động KDCK khi xin cấp phép thành lập CTCK, tránh tình trạng văn bản dưới luật quy định mâu thuẫn như trước đó khi cho phép “ng nghiệp vụ BLPCHK và tư vấn đầu tư chứng khoán không phải đáp ứng điều kiện về trang bị, thiết bị”¹¹⁶. Về các điều kiện nhân thân đối với người góp vốn là tổ chức trong nước, Luật mới quy định theo chiều hướng nói lỏng hơn và thống nhất tiêu chí áp dụng chung cho hai nhóm tổ chức góp vốn trong nước là nhóm các ngân hàng thương mại, doanh nghiệp bảo hiểm, tổ chức KDCK và nhóm các tổ chức kinh tế khác. Điều này hoàn toàn phù hợp với tình hình thực tiễn hiện nay khi TTCK Việt Nam đã phát triển ở một mức độ nhất định, việc thành lập các CTCK đang trong giai đoạn bão hòa. Hiện tại, các CTCK hoạt động đang bước vào giai đoạn củng cố, nâng cao quy mô và nguồn lực để cạnh tranh. Do vậy, việc sử dụng điều kiện pháp lý quá nghiêm ngặt làm rào cản để hạn chế việc thành lập quá nhiều các CTCK, kiểm soát rủi ro cho thị trường đã không còn thật sự cần thiết. Mặt khác, việc thống nhất tiêu chí nêu trên cũng đảm bảo nguyên tắc bình đẳng giữa các chủ thể kinh doanh trong nền kinh tế.

Sự khác biệt về điều kiện pháp lý để thực hiện hoạt động BLPCHK nằm trong quy định về điều kiện vốn điều lệ tối thiểu và điều kiện về nhân sự. Mức vốn điều lệ tối thiểu của hoạt động BLPCHK là 165 tỷ, cao nhất trong số các hoạt động KDCK.¹¹⁷ Bên cạnh đó, với quy định yêu cầu CTCK phải có hoạt động tự doanh và môi giới trước khi được cấp phép thực hiện BLPCHK, dẫn đến tổng mức vốn điều lệ tối thiểu để CTCK được thực hiện hoạt động BLPCHK là 240 tỷ đồng (cộng thêm mức vốn điều lệ tối thiểu của hoạt động tự doanh và môi giới). Cơ sở của quy định xuất phát từ đặc thù mang tính chất hoạt động bảo hiểm và hoạt động tự doanh của BLPCHK. Về nhân sự, pháp luật quy định tối thiểu 03 nhân viên nghiệp vụ thực hiện hoạt động BLPCHK và phải có chứng chỉ hành nghề phân tích tài chính¹¹⁸. Đây là loại chứng chỉ hành nghề có cấp bậc cao hơn so với chứng chỉ hành nghề môi giới chứng khoán,

¹¹⁶ Nghị định số 151/2018/NĐ-CP ngày 01/07/2018 sửa đổi bổ sung một số nghị định quy định về điều kiện đầu tư, kinh doanh thuộc phạm vi quản lý nhà nước của Bộ Tài chính, Điểm a Khoản 1 Điều 14.

¹¹⁷ Nghị định số 155/2020/NĐ-CP, ngày 31/12/2020 Quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán, Khoản 1 Điều 175.

¹¹⁸ Luật chứng khoán số 54/2019/QH14, ngày 26/11/2019, Khoản 5 Điều 74.

yêu cầu chuyên sâu về tư vấn tài chính doanh nghiệp và phân tích báo cáo tài chính doanh nghiệp, là những kiến thức chuyên môn cần thiết để có thể triển khai thực hiện các công việc nghiệp vụ phức tạp của BLPHCK.

Ngoài ra, liên quan đến thủ tục cấp giấy phép thành lập CTCK để thực hiện hoạt động KDCK, Luật chứng khoán mới đã sửa đổi, bảo đảm thống nhất với Luật Doanh nghiệp theo hướng tách bạch hai loại giấy phép: Giấy phép hoạt động KDCK do UBCKNN cấp, còn giấy đăng ký doanh nghiệp do cơ quan đăng ký kinh doanh cấp. Điều này đảm bảo tính thống nhất trong hệ thống pháp luật, khắc phục được tình trạng nhiều CTCK không có thông tin trên hệ thống thông tin quốc gia về đăng ký doanh nghiệp, giúp các cơ quan quản lý thuận tiện trong quá trình giám sát tuân thủ.

2.1.2. Những tồn tại, hạn chế của quy định về chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Từ kết quả nghiên cứu pháp luật về BLPHCK, nghiên cứu sinh cho rằng các quy định hiện hành về chủ thể thực hiện BLPHCK tồn tại một số điểm hạn chế cơ bản sau đây:

2.1.2.1. Cách thức quy định về mức vốn điều lệ tối thiểu của công ty chứng khoán thực hiện hoạt động kinh doanh chứng khoán nói chung và hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán nói riêng thể hiện sự không bình đẳng với các chủ thể kinh doanh các hoạt động khác có cùng tính chất trên thị trường.

Ngay từ ngày đầu, nhà làm luật Việt Nam lựa chọn cách thức quy định vốn điều lệ tối thiểu cho từng hoạt động KDCK. CTCK muốn thực hiện đồng thời nhiều hoạt động KDCK thì vốn điều lệ tối thiểu phải là tổng số vốn điều lệ tối thiểu của từng hoạt động kinh doanh đó. Điều này thể hiện sự khác biệt so với cách thức quy định về vốn điều lệ tối thiểu đối với chính chủ thể thực hiện hoạt động KDCK khác là công ty quản lý quỹ và khác biệt với quy định trong lĩnh vực hoạt động kinh doanh có cùng tính chất rủi ro là pháp luật ngân hàng và pháp luật kinh doanh bảo hiểm. Theo quy định hiện hành, mức vốn điều lệ tối thiểu của công ty quản lý quỹ là 25 tỷ đồng, bất kể công ty đó chỉ thực hiện hoạt động quản lý quỹ hay hoạt động quản lý danh mục đầu tư hay thực hiện cả hai. Đối với hoạt động ngân hàng và hoạt động kinh doanh bảo hiểm, pháp luật cũng chỉ quy định mức vốn pháp định nói chung. Khi đáp ứng được mức vốn pháp định, chủ thể được thực hiện các loại hình hoạt động kinh doanh ngân hàng và kinh doanh bảo hiểm. PGS.TS Phạm Thị Giang Thu đã nhận xét, điểm khác biệt này thể hiện sự không bình đẳng trong kinh doanh của các chủ thể. Đây đều là các hoạt động có độ rủi ro lớn, đối tượng kinh doanh về thực chất đều là tiền tệ và

các loại giấy tờ có giá nên cần quy định về mặt nguyên tắc là giống nhau¹¹⁹. Nhận định này hoàn toàn chính xác, song, theo quan điểm của chúng tôi, sự khác biệt nêu trên là cần thiết trong giai đoạn đầu hoạt động của TTCK Việt Nam nhằm tạo điều kiện thuận lợi thúc đẩy sự ra đời của định chế trung gian. Tuy nhiên, cho đến nay, với số lượng gần 90 CTCK hoạt động trong khi quy mô thị trường còn nhỏ, thị trường đã và đang trong quá trình thanh lọc, đào thải các CTCK yếu kém. Mục đích lựa chọn cách thức quy định nêu trên không còn cần thiết và tính bất bình đẳng giữa các chủ thể kinh doanh trên thị trường càng thể hiện rõ nét.

2.1.2.2. Quy định điều kiện về mức vốn điều lệ tối thiểu đối với nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán còn khá thấp so với tốc độ phát triển về quy mô vốn của các công ty chứng khoán và nhu cầu hiện tại của thị trường và thấp hơn so với mức trung bình của các nước trong khu vực.

Kể từ thời điểm TTCK Việt Nam chính thức hoạt động cho đến nay, quy định điều kiện về mức vốn điều lệ tối thiểu áp dụng đối với nghiệp vụ BLPHCK mới được điều chỉnh tăng một lần, từ 22 tỷ đồng tăng lên 165 tỷ đồng vào năm 2007¹²⁰. Mức vốn này vẫn được giữ nguyên trong Nghị định số 155/2020/NĐ-CP vừa mới được ban hành nhằm hướng dẫn Luật chứng khoán năm 2019. Thực tế, cùng với sự phát triển của TTCK nói chung, năng lực tài chính của các CTCK ngày càng lớn mạnh và có sự phân tầng rõ nét. Theo số liệu được tổng hợp tại Phụ lục 2, hiện có 83 CTCK đang hoạt động với mức vốn điều lệ trung bình là 1.279 tỷ đồng, cao gấp 05 lần so với mức vốn điều lệ tối thiểu pháp luật yêu cầu đối với một CTCK thực hiện đủ bốn nghiệp vụ KDCK (250 tỷ đồng). Trong đó, số lượng CTCK được cấp phép thực hiện nghiệp vụ BLPHCK là 57 công ty, chiếm 69% tổng số CTCK đang hoạt động trên thị trường. Mức vốn điều lệ trung bình của nhóm các công ty này rất cao, hơn 1.770 tỷ đồng, gấp hơn 07 lần mức vốn điều lệ tối thiểu cần có để CTCK được thực hiện nghiệp vụ BLPHCK. Điều này thể hiện sự chênh lệch khá lớn giữa yêu cầu của pháp luật và khả năng đáp ứng của chủ thể thực hiện, đặc biệt lại theo chiều hướng pháp luật trở nên “lạc hậu” so với tốc độ phát triển của các chủ thể trên thị trường.

¹¹⁹ Phạm Thị Giang Thu, (2000), *Bàn về bảo lãnh phát hành trong TTCK*, Tạp chí Luật học số 1, tr.53.

¹²⁰ Điều 30 Nghị định số 48/1998/NĐ-CP ngày 11/07/1998 về chứng khoán và TTCK quy định mức vốn pháp định đối với hoạt động bảo lãnh phát hành là 22 tỷ đồng. Trên cơ sở sự ra đời của Luật chứng khoán số 70/2006/QH11, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật chứng khoán trong đó Điều 18 quy định tăng mức vốn pháp định cho hoạt động BLPHCK lên 165 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, nhu cầu huy động vốn trên TTCK của các doanh nghiệp ngày càng tăng cao. Theo báo cáo của UBCKNN, phát hành cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp đạt 155.588 tỷ đồng trong năm 2021, tăng 2,3 lần so với năm 2020¹²¹. Đối với phát hành cổ phiếu ra công chúng, trên cơ sở tổng hợp số liệu được UBCKNN công bố tại Phụ lục 3, năm 2020 đã diễn ra 36 đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng của các doanh nghiệp với giá trị trung bình đạt 377 tỷ đồng/đợt. Trong khi đó, đã có sự tăng vọt ở năm 2021 với 88 đợt chào bán có giá trị trung bình đạt 677 tỷ đồng/đợt. Có thể nhận thấy, với quy định về mức vốn điều lệ tối thiểu cho hoạt động BLPHCK như hiện nay khó đáp ứng nhu cầu thực tế từ các đợt phát hành chứng khoán trên thị trường.

Tìm hiểu quy định của một số nước trong khu vực về nội dung này cho thấy, Trung Quốc không quy định vốn tối thiểu cho từng nghiệp vụ KDCK mà quy định vốn tối thiểu cho từng nhóm các nghiệp vụ KDCK có liên quan đến nhau. Theo đó, đối với các hoạt động BLPHCK, giao dịch kí quỹ và bán khống chứng khoán, tạo lập thị trường, tự doanh và hoạt động kinh doanh chứng khác, vốn góp tối thiểu là 500 triệu NDT (tương đương khoảng 1.800 tỷ đồng)¹²². Hoặc pháp luật Hàn Quốc quy định mức vốn điều lệ tối thiểu theo phạm vi hoạt động kinh doanh mà CTCK thực hiện, theo đó, nếu thực hiện hoạt động môi giới, tự doanh, BLPHCK thì mức vốn tối thiểu là 50 tỷ won (tương đương khoảng 1.000 tỷ đồng)¹²³. Tại Nhật Bản, vốn góp tối thiểu đối với hoạt động BLPHCK được chia làm hai loại. Đối với loại bảo lãnh phát hành bán buôn chứng khoán được Chính phủ quy định có mức độ cần thiết cao để quản lý rủi ro, tổ chức kinh doanh công cụ tài chính phải có vốn góp tối thiểu 3 tỷ Yen (tương đương 600 tỷ đồng). Đối với trường hợp bảo lãnh phát hành bán buôn chứng khoán khác, mức vốn góp tối thiểu là 500 triệu Yen (tương đương khoảng 100 tỷ đồng)¹²⁴. Như vậy, về cơ bản, mức vốn điều lệ tối thiểu áp dụng đối với hoạt động

¹²¹ https://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vilinks/videtail/vichitietintuc/vidshoatdongkyniem/vichitiet116?dDocName=APPSSCGOVVN162143807&_afLoop=23240846056000&_afWindowMode=0&_afWindowId=null#%40%3F_afWindowId%3Dnull%26_afLoop%3D23240846056000%26dDocName%3DAPPSSCGOVVN162143807%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dwyj512p4_81 (truy cập ngày 16/02/2022).

¹²² Securities Law of the People's Republic of China (2019 Revision), Điều 121.

¹²³ The Enforcement Decree of Korean Securities and Exchange Act No.18350, 2004, Điều 14.

¹²⁴ Pháp luật Nhật Bản đưa ra hai khái niệm “BLPHCK” (the Underwriting of Securities) và “bảo lãnh phát hành bán buôn chứng khoán” (The Wholesales Underwriting of Securities) nhưng có cùng nội hàm, để chỉ việc mua lại toàn bộ hoặc một phần chứng khoán từ nhà phát hành hoặc người nắm giữ với mục đích bán lại cho người khác hoặc giao kết hợp đồng quy định rằng nếu không có người khác mua lại toàn bộ hoặc một phần chứng khoán thì người bảo lãnh sẽ mua lại những chứng khoán còn lại từ nhà phát hành hoặc người nắm giữ. Xem tại The Financial Instruments and Exchange Act (FIEA), Điều 2 –(8)(vi), Điều 28 –(1) (iii), (7) và The Order for Enforcement of the Financial Instruments and Exchange Act (Cabinet Order) No.321 (2000), Điều 15-7(1)(i)(ii).

BLPHCK tại Việt Nam còn khá thấp so với mặt bằng chung các nước trong khu vực.

2.2. Thực trạng pháp luật về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán và tổ hợp bảo lãnh

2.2.1. Những ưu điểm của quy định về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán và tổ hợp bảo lãnh

Từ kết quả nghiên cứu pháp luật về BLPHCK, nghiên cứu sinh cho rằng các quy định về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán và phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán đã thể hiện một số ưu điểm chính sau đây:

2.2.1.1. Pháp luật đã xác định được tiêu chí xác định nội hàm khái niệm bảo lãnh phát hành chứng khoán để phân định với nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Trong thời gian dài, các nhà làm luật Việt Nam có sự nhầm lẫn giữa tiêu chí xác định nội hàm khái niệm BLPHCK và nội dung nghiệp vụ BLPHCK. Việc TCBL giúp TCPH thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán cũng được định nghĩa là BLPHCK dẫn đến cách hiểu không chính xác về BLPHCK¹²⁵. Về bản chất, BLPHCK là việc cam kết mua chứng khoán, có thể theo phương thức cam kết chắc chắn (mua toàn bộ chứng khoán để phân phối), phương thức dự phòng (mua phần còn lại chưa phân phối hết) hoặc phương thức nỗ lực tối đa (cố gắng tối đa phân phối chứng khoán). Thông lệ pháp luật các nước đều dựa vào tiêu chí phương thức thực hiện để xác định một hoạt động cung ứng dịch vụ là hoạt động BLPHCK. Việc giúp thực hiện thủ tục trước khi chào bán chỉ được coi là một nội dung thuộc “gói dịch vụ” BLPHCK được TCBL thỏa thuận cung cấp thêm cho TCPH, cũng giống như thỏa thuận về việc TCBL thực hiện thêm việc định giá chứng khoán, hoặc tạo lập thị trường, bình ổn giá chứng khoán sau phát hành. Nói cách khác, về mặt lý thuyết, đây là những công việc thuộc nội dung mang tính nghiệp vụ của hoạt động BLPHCK mà TCBL có thể thực hiện thêm cho TCPH, ngoài cam kết bảo lãnh về việc mua chứng khoán. Thực tế trên thị trường Việt Nam, các bên thường ký hợp đồng tư vấn phát hành chứng khoán độc lập với hợp đồng BLPHCK và phí dịch vụ được xác định riêng cho từng hoạt động. Luật Chứng khoán mới ban hành đã khắc phục hạn chế trên thông qua khái niệm về BLPHCK tại Khoản 31 Điều 4, đồng thời mở rộng nội hàm khái niệm BLPHCK, áp dụng cho các đợt chào bán chứng khoán nói chung, không chỉ

¹²⁵ Khoản 3 Điều 1 Luật số 62/2010/QH12 sửa đổi bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán

theo phương thức chào bán ra công chúng như trước.

Mặt khác, Khoản 3 Điều 86 Luật Chứng khoán yêu cầu CTCK phải được cấp phép nghiệp vụ BLPHCK mới *“được cung cấp dịch vụ tư vấn hồ sơ chào bán, thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán; đại lý lưu ký, thanh toán, chuyển nhượng chứng khoán; tư vấn tái cơ cấu, hợp nhất, sáp nhập, tổ chức lại, mua bán doanh nghiệp; tư vấn quản trị, tư vấn chiến lược doanh nghiệp; tư vấn chào bán, niêm yết, đăng ký giao dịch chứng khoán; tư vấn cổ phần hóa doanh nghiệp”*. Đây là điểm mới đáng ghi nhận, thể hiện sự tiến bộ của pháp luật. Xét về tính chất nghiệp vụ, các hoạt động tư vấn đòi hỏi chủ thể thực hiện phải có đội ngũ nhân sự có trình độ chuyên môn về tài chính và quản trị doanh nghiệp. Quy định trước gọi đây là hoạt động tư vấn tài chính và cho phép CTCK được mặc nhiên thực hiện vô hình chung dẫn đến tình trạng không đảm bảo chất lượng dịch vụ cung cấp ra thị trường.

Điểm mới nổi bật khác của Luật chứng khoán là quy định yêu cầu các đợt chào bán chứng khoán ra công chúng phải có CTCK tư vấn hồ sơ đăng ký chào bán. Yêu cầu này hoàn toàn hợp lý, một mặt hỗ trợ TCPH đẩy nhanh tiến độ thực hiện thủ tục chào bán, góp phần nâng cao chất lượng hồ sơ chào bán, tăng niềm tin của các NĐT. Mặt khác, là giải pháp thúc đẩy các CTCK cải thiện và nâng cao chất lượng dịch vụ trên thị trường, làm tiền đề thúc đẩy hoạt động BLPHCK phát triển. Đây là bước chuẩn bị cần thiết cho quá trình chuyển đổi cơ chế quản lý hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng từ cơ chế dựa theo chất lượng sang cơ chế dựa vào công bố thông tin. Theo đó, cơ quan quản lý sử dụng vai trò “người gác cổng” của TCBL để kiểm soát hành vi chào bán của TCPH thông qua việc thẩm định thông tin do TCPH cung cấp, trong điều kiện cơ quan quản lý chỉ kiểm tra tính đầy đủ của các thông tin này.

2.2.1.2. Các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán cơ bản đã được ghi nhận theo thông lệ thế giới, tạo cơ hội cho các chủ thể trên thị trường có nhiều lựa chọn áp dụng.

Mặc dù pháp luật hiện hành không đặt tên gọi cho các phương thức BLPHCK nhưng thông qua khái niệm BLPHCK, có thể nhận thấy, các phương thức bảo lãnh được ghi nhận cũng tương đồng với quy định của nhiều nước trên thế giới. Ví dụ như tại Hàn Quốc, Đạo luật giao dịch và chứng khoán (Securities and Exchange Act) quy định ba phương thức bảo lãnh phát hành tương tự như Việt Nam, bao gồm: 1) Nhận từ TCPH toàn bộ hoặc một phần chứng khoán để phân phối liên quan đến việc phát hành chứng khoán; 2) Thỏa thuận để mua lại phần chứng khoán chưa bán hết với

TCPH liên quan đến việc phát hành chứng khoán trong trường hợp không có ai khác để mua; 3) Thay mặt TCPH thực hiện việc chào bán chứng khoán mới hoặc chứng khoán đang lưu hành ra công chúng hoặc tham gia trực tiếp hoặc gián tiếp vào việc chào bán một phần chứng khoán mới hoặc chứng khoán đang lưu hành ra công chúng nhằm mục đích hưởng hoa hồng hoặc phần thưởng¹²⁶. Hoặc pháp luật Nhật Bản quy định, BLPCHK được hiểu là việc mua lại toàn bộ hoặc một phần chứng khoán phát hành với mục đích bán lại cho người khác hoặc kí kết một hợp đồng quy định rằng nếu không có người nào khác mua lại toàn bộ hoặc một phần chứng khoán phát hành, TCBL sẽ mua những chứng khoán còn lại¹²⁷. Còn tại Philippines, nhà làm luật quy định phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn và nỗ lực tối đa thông qua định nghĩa về nhà bảo lãnh phát hành¹²⁸. Việc pháp luật hiện hành ghi nhận các phương thức bảo lãnh cơ bản đã tạo cơ hội thuận lợi cho TCBL và TCPH được lựa chọn phương thức phù hợp với yêu cầu đặc thù của từng đợt chào bán.

Cần nhìn nhận một thực tế rằng, hoạt động BLPCHK đã “nằm im” trên TTCK Việt Nam thời gian dài và bắt đầu “động dậy” trong 2 năm trở lại đây với sự sôi động của thị trường phát hành trái phiếu. Theo thống kê tại Phụ lục 3-Bảng C, trong tổng số 14 đợt chào bán trái phiếu ra công chúng của năm 2021, có 7 đợt chào bán được bảo lãnh phát hành, trong đó 6 đợt sử dụng phương thức bảo lãnh với nỗ lực tối đa. Điều này hoàn toàn hợp lý dưới góc độ quản trị rủi ro từ phía các TCBL trong điều kiện giá trị các đợt chào bán trái phiếu thường khá lớn, trái phiếu lại chưa được xếp hạng tín nhiệm. Đối với thị trường phát hành cổ phiếu, năm 2021 chỉ có 1 đợt chào bán cổ phần ra công chúng được bảo lãnh phát hành, trong khi năm 2020 không có trường hợp nào. Do vậy, việc dựa vào số liệu thực tế để đánh giá về loại phương thức bảo lãnh được ưa chuộng trên thị trường khó thuyết phục. Xét về mặt lý thuyết, phương thức bảo lãnh với nỗ lực tối đa sẽ được ưa chuộng hơn cả trên thị trường Việt Nam bởi mức độ rủi ro thấp, phù hợp với giới hạn chịu đựng của các chủ thể. Xuất phát từ việc luật hóa quyền ưu tiên mua cổ phần chào bán của cổ đông hiện hữu, phương thức bảo lãnh dự phòng có cơ hội phát triển hơn phương thức bảo lãnh với cam kết chắc chắn.

¹²⁶ Korean Securities and Exchange Act, Article 2 (6)

¹²⁷ The Financial Instruments and Exchange Act (the FIEA), Article 2 (8)

¹²⁸ Đạo luật số 8424 ngày 09/10/2018 sửa đổi Đạo luật Cộng hòa số 8799 (The Republic Act 8799, gọi tắt là R.A.8799) Section 2 đã định nghĩa: “nhà bảo lãnh phát hành là người đảm bảo trên cơ sở cam kết chắc chắn và/hoặc tuyên bố nỗ lực cao nhất về việc phân phối và bán chứng khoán (dưới bất kì hình thức nào) do một công ty khác phát hành”.

2.2.2. Những tồn tại, hạn chế của quy định về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán và tổ hợp bảo lãnh

Từ kết quả nghiên cứu pháp luật về BLPHCK, nghiên cứu sinh cho rằng các quy định về nội dung nghiệp vụ BLPHCK và phương thức BLPHCK tồn tại một số hạn chế cơ bản sau đây:

2.2.2.1. Nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán chưa được quy định đầy đủ và rõ ràng, gây khó khăn cho quá trình thực hiện.

Về cách thức quy định, các nước có TTCK phát triển như Mỹ, Hàn Quốc, nội dung nghiệp vụ BLPHCK được ghi nhận lồng ghép trong trình tự, thủ tục chào bán chứng khoán ra công chúng. Tại một số nước chưa được công nhận có TTCK phát triển như Trung Quốc, Thái Lan, bên cạnh việc quy định lồng ghép trong trình tự thủ tục chào bán chứng khoán ra công chúng, đều ban hành văn bản pháp lý riêng quy định chi tiết về nguyên tắc, điều kiện, nội dung nghiệp vụ, phạm vi công việc của hoạt động BLPHCK. Tại Việt Nam, cho đến nay, pháp luật chưa có văn bản pháp lý riêng điều chỉnh các vấn đề liên quan đến BLPHCK, trong đó có nội dung nghiệp vụ của BLPHCK.

Về nội dung pháp luật cụ thể, các quy định hiện hành điều chỉnh nội dung nghiệp vụ BLPHCK khá sơ sài, không đầy đủ và rõ ràng. Cụ thể như sau:

Thứ nhất, đối với hoạt động xây dựng hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán, pháp luật chưa phân định rõ trách nhiệm của các chủ thể tham gia xác nhận hồ sơ chào bán, trong đó có TCBL.

Theo quy định tại Điều 23 Luật Chứng khoán, TCPH chịu trách nhiệm trước pháp luật về tính chính xác, trung thực và đầy đủ của hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng. Các chủ thể khác như tổ chức tư vấn phát hành, TCBL phát hành, tổ chức kiểm toán được chấp thuận, người ký báo cáo kiểm toán và bất kỳ tổ chức, cá nhân nào xác nhận hồ sơ phải chịu trách nhiệm trước pháp luật trong phạm vi liên quan đến hồ sơ. Vậy, cụm từ “phạm vi liên quan” được hiểu như thế nào? căn cứ xác định là gì? Trường hợp TCPH cố tình gian lận cung cấp thông tin không chính xác, không đầy đủ trong hồ sơ chào bán dẫn đến thiệt hại cho NĐT, tổ chức tư vấn phát hành, TCBL và các chủ thể khác tham gia xác nhận hồ sơ có phải liên đới chịu trách nhiệm không? Nếu có thì ở mức độ nào, căn cứ vào đâu để xác định? Chủ thể nào có trách nhiệm thẩm định các thông tin do TCPH cung cấp để đảm bảo thông tin đó là chính xác, đầy đủ? Hiện nay, UBCKNN là cơ quan cấp phép chịu trách nhiệm

thẩm định hồ sơ. Tuy nhiên, trách nhiệm thẩm định của UBCKNN không được pháp luật quy định rõ ràng là thẩm định tính chính xác của các thông tin trong hồ sơ do TCPH cung cấp hay chỉ thẩm định mức độ đáp ứng các điều kiện luật định để TCPH được chào bán ra công chúng. Điều 22 Luật Chứng khoán chỉ quy định về quyền của UBCKNN được yêu cầu TCPH sửa đổi, bổ sung hồ sơ đăng ký trong thời gian xem xét hồ sơ để bảo đảm thông tin được công bố chính xác, trung thực, đầy đủ, bảo vệ quyền lợi hợp pháp cho NĐT. Với thực trạng pháp luật như vậy, có thể nhận thấy, dường như UBCKNN chỉ chịu trách nhiệm thẩm định về mức độ đáp ứng điều kiện chào bán của TCPH, tức là thẩm định về tính đầy đủ của thông tin để chứng minh mức độ đáp ứng điều kiện chào bán. Thị trường đang không có một chủ thể “danh chính ngôn thuận” đứng ra giữ vai trò thẩm định tính chính xác của các thông tin trong hồ sơ đăng ký. Sự tham gia bắt buộc của tổ chức tư vấn phát hành trong thủ tục chào bán chứng khoán ra công chúng là điểm mới của Luật Chứng khoán nhưng không có nghĩa tổ chức này chịu trách nhiệm bảo đảm tính chính xác của hồ sơ đăng ký. Nói cách khác, TTCK Việt Nam đang thiếu một “người gác cổng”.

Pháp luật các nước quy định rất rõ nội dung này, điển hình là Mỹ, được xem là khuôn mẫu để các thị trường khác học tập. Tại Mỹ, chế độ trách nhiệm của TCBL được xác định dựa trên lỗi và chịu sự điều chỉnh của hai nguồn luật, gồm các văn bản pháp luật thực định và các án lệ. Mục 11 của Đạo luật chứng khoán 1933 và Quy tắc 10b-5 của Đạo luật giao dịch chứng khoán 1934 quy định: Đối với các phần không được coi là chuyên môn trong tuyên bố đăng kí chào bán, TCBL sẽ chịu trách nhiệm pháp lý nghiêm ngặt đối với sai sót hoặc thiếu sót trừ khi họ thiết lập biện pháp thẩm định chuyên sâu bằng cách chứng minh rằng sau khi điều tra hợp lý, họ có nền tảng hợp lý để tin và đã tin rằng các công bố trong đó không sai và không gây hiểu lầm. Nói cách khác, bất kỳ người gác cổng nào có thể thiết lập một biện pháp thẩm định chuyên sâu do áp dụng tiêu chuẩn dựa trên tính hợp lý đều được miễn trách nhiệm nghiêm ngặt. Đối với phần được coi là chuyên môn trong tuyên bố đăng ký (các báo cáo tài chính được kiểm toán, báo cáo pháp lý của luật sư), các TCBL có được sự bảo vệ hào phóng hơn và nó được biết đến như một biện pháp phòng thủ phụ thuộc. Theo đó, TCBL không phải chịu trách nhiệm pháp lý nếu họ chứng minh rằng họ thiếu niềm tin hoặc lí do để tin rằng các tuyên bố liên quan là không đúng sự thật hoặc có thiếu sót về dữ liệu. Nhận xét về quy định này, tác giả Andrew đã cho rằng, Quốc hội Mỹ đã lựa chọn TCBL là tuyến phòng thủ đầu tiên, là “những người tránh chi phí rẻ nhất” và do đó có thể có hiệu quả nhất trong số tất cả những người gác cổng để giảm

chi phí gian lận chứng khoán¹²⁹. Về mặt thực tiễn xét xử, khi xác định liệu biện pháp thẩm định chuyên sâu đã được thiết lập hay chưa, các tòa án đã chú ý đến khái niệm cảnh báo về “cờ đỏ” (Red Flags) hay “cảnh báo về cơn bão” (Storm Warnings). Những điều này được định nghĩa khác nhau là các sự kiện gây ra sự chú ý của bị đơn, điều đó đặt một bên hợp lý vào vị trí bị đơn “thông báo rằng TCPH đã có hành vi sai trái gây bất lợi cho các NĐT của mình” và như bất kỳ thông tin nào mà “tức đi của bị đơn sự tự tin của anh ta” về sự chính xác và đầy đủ của các tuyên bố liên quan các phần trong một tuyên bố đăng ký. Theo Andrew, sự tồn tại của “cờ đỏ” này có thể tức đi lợi ích của TCBL từ việc thẩm định chuyên sâu hoặc phòng thủ phụ thuộc theo Mục 11. Đối với thẩm định chuyên sâu, “cờ đỏ” yêu cầu TCBL nhìn sâu hơn và nghi ngờ nhiều hơn để được coi là đã tiến hành một cuộc điều tra hợp lý. Đối với phòng thủ phụ thuộc, “cờ đỏ” sẽ cung cấp cho TCBL lí do để tin rằng một sự thiếu chính xác tồn tại trong tuyên bố đăng ký¹³⁰.

Tại Trung Quốc, Điều 29 Luật Chứng khoán cũng quy định khá rõ, khi BLPHCK, CTCK phải kiểm tra tính xác thực, chính xác và đầy đủ của hồ sơ chào bán chứng khoán ra công chúng. Nếu phát hiện hồ sơ sai lệch hoặc thiếu sót lớn thì không được thực hiện hoạt động bán hàng, nếu đã bán hàng thì phải ngừng hoạt động bán hàng ngay lập tức và thực hiện các biện pháp khắc phục. Hoặc theo Điều 82 và 83 Luật chứng khoán và giao dịch của Thái Lan, những nhà bảo lãnh, kiểm toán viên, cố vấn tài chính hoặc thẩm định viên tài sản cố tình hoặc sơ suất đã ký tên của họ để xác nhận thông tin trong tuyên bố đăng ký và bản cáo bạch phải chịu trách nhiệm cùng với TCPH trong trường hợp tuyên bố đăng ký và bản cáo bạch chứa tuyên bố hoặc thông tin sai lệch hoặc không tiết lộ sự thật quan trọng cần được nêu trong đó, trừ khi chứng minh được rằng họ không biết về sự thật hoặc bởi vị trí của họ mà họ không thể biết về tính trung thực của các thông tin hoặc việc không tiết lộ sự thật cần phải nêu.

Có thể nói, việc pháp luật hiện hành không rõ ràng về trách nhiệm của TCBL và các chủ thể khi tham gia xác nhận hồ sơ chào bán chứng khoán ra công chúng đã làm giảm tính răn đe của pháp luật. Một mặt, tạo cơ hội cho các chủ thể trung gian (đặc biệt là các tổ chức tư vấn phát hành, TCBL và tổ chức kiểm toán) lợi dụng thoái thác trách nhiệm. Mặt khác, thúc đẩy hành vi gian lận của TCPH, dẫn đến giảm sút

¹²⁹ Andrew F. Tuch, (2010), *Multiple Gatekeepers*, Virginia Law Review, Vol.96, tr.1648.

¹³⁰ Andrew F. Tuch, (2017), *The Limits of Gatekeeper Liability*, Washington and Lee Law Review Online, Vol.73, Issue 2, 2017.

niềm tin của các NĐT.

Ngoài ra, cũng cần nhắc đến hạn chế đã tồn tại khá lâu của pháp luật nhưng chưa được khắc phục về việc thống nhất cách sử dụng thuật ngữ. Việc sử dụng song song các cụm từ “tư vấn hồ sơ chào bán chứng khoán, thực hiện các thủ tục trước khi chào bán chứng khoán” và “tư vấn chào bán” để chỉ hai loại dịch vụ khác nhau, trong khi về bản chất như nhau gây khó hiểu cho các chủ thể áp dụng, không đảm bảo tính thống nhất của pháp luật.

Thứ hai, quy định về hoạt động định giá chứng khoán chào bán ra công chúng cho TCPH bị bỏ trống.

Pháp luật chứng khoán hiện hành không có điều khoản quy định rõ về phương pháp xác định giá chứng khoán chào bán của TCPH cũng như vai trò, trách nhiệm của TCBL trong việc này. Qua tìm hiểu thực tế các đợt chào bán chứng khoán ra công chúng đã được UBCKNN cấp phép, có thể xác định, cơ quan quản lý đang cho phép áp dụng hai phương pháp xác định giá chào bán, bao gồm giá chào bán cố định và đấu giá, trong đó phương pháp giá chào bán cố định được chiếm ưu thế gần như tuyệt đối. Hầu hết việc xác định giá chào bán cho các đợt chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng diễn ra trên thị trường trong thời gian qua đều lựa chọn phương pháp giá chào bán cố định (năm 2021, 93% đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng lựa chọn giá chào bán cố định) và việc xác định giá thường thực hiện theo quy trình ngược. TCPH tự xem xét, quyết định giá chào bán trước, sau đó yêu cầu TCBL, tổ chức tư vấn “hợp thức hóa” mức giá bằng các phương pháp định giá về mặt lý thuyết. Với tư cách “nhà sản xuất”, TCPH luôn có xu hướng định giá cao để thu nhiều tiền bán, trong khi với tư cách “người mua hàng”, NĐT chỉ muốn mua giá thấp. Việc tự quyết định giá chào bán của TCPH không dựa vào cung cầu thị trường dẫn đến hệ lụy làm giảm sức hấp dẫn của chứng khoán chào bán và niềm tin của NĐT vào thị trường. Nguyên nhân phương pháp giá cố định được ưa chuộng hơn hẳn phương pháp đấu giá, một phần xuất phát từ việc pháp luật ghi nhận quyền ưu tiên mua cổ phần chào bán của cổ đông hiện hữu, buộc TCPH phải xác định giá chào bán trước để cổ đông thông qua. Có thể nhận thấy, TCBL hầu như không có vai trò trong việc xác định giá chứng khoán chào bán của TCPH.

Thứ ba, quy định về hoạt động phân phối chứng khoán và thực hiện cam kết bảo lãnh còn nhiều điểm hạn chế.

Trước hết, nhà làm luật không quy định rõ thời hạn TCBL phải thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh mua lại chứng khoán và chuyển tiền thanh toán cho TCPH, dẫn đến sự

lúng túng cho các bên trong quá trình áp dụng, bao gồm cả phía cơ quan quản lý và cơ quan xét xử và là một trong những nguyên nhân dễ làm phát sinh tranh chấp. Điển hình là vụ tranh chấp giữa Công ty cổ phần Ô tô Giải Phóng (GMC) với tư cách là TCPH và Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Hà Nội (SHS) với tư cách là TCBL¹³¹. SHS từ chối thực hiện cam kết bảo lãnh với lý do hết thời hạn chào bán GMC mới yêu cầu SHS mua lại cổ phần chưa bán hết, trong khi thời hạn bảo lãnh phải nằm trong thời hạn có hiệu lực của giấy chứng nhận đăng ký chào bán. Tòa án sơ thẩm nhận định, cả hai bên đều có lỗi do đã không xác định rõ vấn đề này trong trong Hợp đồng tư vấn và Cam kết bảo lãnh và không thường xuyên cập nhật thông tin tại VSD để biết kết quả số lượng cổ phiếu của GMC đã bán cho cổ đông. GMC là TCPH nên phải biết rõ hơn số lượng cổ phiếu của mình được bán do VSD cung cấp và cần thông báo cho SHS biết để thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh của mình. Từ vụ việc tranh chấp cho thấy, quy định không rõ ràng của pháp luật đặt trong trường hợp TCPH không am hiểu pháp luật chứng khoán có thể là cơ hội cho các TCBL “tinh vi” lợi dụng để miễn trừ nghĩa vụ bảo lãnh của mình. Tiếp đến, việc căn cứ vào dấu hiệu “*bảo đảm người mua chứng khoán tiếp cận bản cáo bạch...*” (Điều 26 Luật Chứng khoán 2019) để tính thời điểm bắt đầu phân phối chứng khoán khá mơ hồ và khó xác định. Và hiểu thế nào là hoàn hành việc phân phối chứng khoán để xác định thời hạn 90 ngày phải hoàn thành việc phân phối? Là thời điểm đầu tư đã nộp đủ tiền mua chứng khoán hay bao gồm cả việc hoàn thành cam kết bảo lãnh phát hành? Ngoài ra, việc nhà làm luật cho phép TCBL có thể mở tài khoản riêng biệt nhận tiền đặt mua chứng khoán là cần thiết (Khoản 3 Điều 23 Thông tư số 121/2020/TT-BTC), song lại không quy định rõ trách nhiệm của TCBL trong thời gian quản lý số tiền đặt mua và thời hạn phải chuyển giao cho TCPH. TCBL có thể lợi dụng kẽ hở này của pháp luật gây thiệt hại cho NĐT. Mặt khác, việc quy định trên chỉ được ghi nhận trong văn bản pháp luật điều chỉnh hoạt động của CTCK chưa thật sự hợp lý. Pháp luật điều chỉnh hoạt động chào bán chứng khoán cũng cần quy định rõ nội dung này, tạo điều kiện thuận lợi cho các bên tìm hiểu và áp dụng.

Thứ tư, pháp luật chưa tạo cơ chế thuận lợi cho các TCBL triển khai hoạt động hỗ trợ sau phát hành.

Đối với chứng khoán lần đầu được chào bán ra công chúng, vấn đề tạo thanh

¹³¹<https://caselaw.vn/doc-an-moi-ngay/15-2013-kdtm-st-tranh-chap-hop-dong-tu-van-bao-lanh-va-phat-hanh-chung-khoan> (truy cập ngày 20/12/2021)

khoản luôn là nhu cầu đặc biệt cấp thiết không chỉ của TCPH mà còn của các NĐT. Nhà làm luật Việt Nam đã cho phép CTCK được thực hiện hoạt động tạo lập thị trường từ năm 2015 trên cơ sở Thông tư số 203/2015/TT-BTC (đã được thay thế bằng Thông tư số 120/2020/TT-BTC). SGDCK Hà Nội cũng đã ban hành Quyết định số 376/QĐ-SGDHN ngày 29/05/2017 về Quy chế hoạt động của thành viên tạo lập thị trường tại SGDCK Hà Nội. Theo đó, việc tạo lập thị trường được áp dụng đối với cổ phiếu niêm yết hoặc đăng ký giao dịch và chứng chỉ quỹ ETF niêm yết. CTCK muốn thực hiện hoạt động tạo lập thị trường phải đáp ứng một số điều kiện nhất định và làm thủ tục đăng ký với Sở giao dịch chứng khoán. Tháng 8/2017, Công ty cổ phần chứng khoán IB (IBSC) được HNX công nhận là nhà tạo lập thị trường đầu tiên nhưng việc thương thảo để tạo lập thị trường cho mã chứng khoán VTL của Công ty cổ phần Vang Thăng Long đã thất bại. Cho đến nay, TTCK chưa có thương vụ tạo lập thị trường nào cho chứng khoán là cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp. Điểm mới của Luật Chứng khoán yêu cầu TCPH phải niêm yết/đăng ký giao dịch chứng khoán chào bán ra công chúng ngay sau khi kết thúc đợt phát hành sẽ thúc đẩy cơ hội cho TCBL được triển khai hoạt động này. Tuy nhiên, hiện trạng quy định về hoạt động tạo lập thị trường còn khá nhiều bất cập. Để các CTCK tham gia thị trường, cơ chế vay mượn chứng khoán cần thuận tiện với chi phí hợp lý. Sau thời gian dài kiến nghị của các chủ thể trên thị trường, Thông tư số 120/2020/TT-BTC được ban hành đã chính thức cho phép thực hiện hoạt động bán khống nhưng lại chỉ giới hạn trong phạm vi một số chứng khoán nhất định (đáp ứng tiêu chí về thời gian niêm yết, đăng ký giao dịch; về qui mô vốn và kết quả kinh doanh của TCPH...) và chủ thể cho vay là VSD thông qua các CTCK thành viên. Thêm vào đó, cơ chế giao dịch cổ phiếu T+ gây nhiều rủi ro cho các CTCK trong việc xử lý các lệnh giao dịch. Quy chế hướng dẫn hoạt động tạo lập thị trường vẫn chưa được Sở giao dịch chứng khoán ban hành thay thế cho các văn bản cũ đã hết hiệu lực do sự ra đời của Luật Chứng khoán mới. Những điểm mấu chốt tiếp sức cho nhà tạo lập thị trường hoạt động nhưng chưa được quy định rõ ràng đã khiến cho các CTCK trên thị trường không dám mạo hiểm triển khai. Việc “cung” không thể đáp ứng “cầu” trên thị trường đã dẫn đến tình trạng một số TCPH “tự thân vận động” thông qua việc tự tạo giao dịch cung cầu giả tạo. Ở mức độ đơn giản, TCPH sử dụng những người không liên quan mở một loạt tài khoản giao dịch chứng khoán và hàng ngày thực hiện mua đi bán lại chứng khoán đó giữa các tài khoản với nhau (trên thị trường còn gọi hiện tượng “mua túi trái, bán túi phải”) để tạo thanh khoản “ảo”. Mức độ tinh vi của cách thức này không cao, thường để lại

nhiều dấu hiệu nhận biết qua diễn biến giao dịch khớp lệnh hàng ngày trên bảng giá (lệnh giao dịch không nhiều, khối lượng khớp lệnh không lớn, giá dao động thất thường không theo diễn biến thị trường...) nên thường khó qua mắt được NĐT có kinh nghiệm và cơ quan quản lý. TCPH không nhằm lôi kéo NĐT trên thị trường tham gia mà chủ yếu tạo “báo cáo đẹp về mặt hình thức” cho chứng khoán để đạt mục đích quan trọng khác như được vào danh sách chứng khoán giao dịch kỹ quỹ, tăng giá trị tài sản thế chấp tại các ngân hàng, dễ báo cáo cổ đông... Về mặt lợi ích, chủ sở hữu các tài khoản giao dịch chứng khoán không thu được lợi, thậm chí bị lỗ bởi mất chi phí giao dịch trong khi không có NĐT ngoài tham gia mua bán. Về mặt pháp lý, họ không phải là người có liên quan đến TCPH. Do vậy, cơ quan quản lý khó xử phạt TCPH bởi việc chứng minh sự liên quan giữa TCPH và nhóm tài khoản giao dịch không dễ. Ví dụ như ngày 28/01/2022, UBCKNN đã ra quyết định xử phạt hành chính đối với hai cá nhân đã sử dụng 102 tài khoản để giao dịch tạo cung cầu giả tạo, thao túng TTCK đối với cổ phiếu TVB của Công ty cổ phần Tập đoàn Tiến Bộ¹³². Hai cá nhân chưa đến mức truy cứu trách nhiệm hình sự vì không có số lợi bất hợp pháp từ hành vi vi phạm, còn Công ty cổ phần Tập đoàn Tiến Bộ vô can. Điều này luôn đặt ra câu hỏi nghi vấn về sự thật đằng sau động cơ, mục đích thực hiện hành vi vi phạm của hai cá nhân. Ở mức độ tinh vi hơn, với mục đích tạo sự hấp dẫn, lôi kéo sự tham gia của NĐT trên thị trường để trục lợi từ giá chứng khoán, TCPH thuê các “đội lái” chuyên nghiệp thực hiện. Sự tương đồng giữa “đội lái” và “nhà tạo lập thị trường” đều hoạt động dựa trên động cơ lợi nhuận, mua cổ phiếu ở vùng giá thấp và bán cổ phiếu ở vùng giá cao và đều cung ứng thanh khoản cho thị trường thông qua hoạt động mua bán liên tục. Điểm khác biệt lớn nhất là “đội lái” hình thành tự phát, hành động tự do, không tuân theo quy định của pháp luật. Trong thời gian dài, đặc biệt từ năm 2007 đến 2012 là khoảng thời gian hoạt động mạnh nhất của đội lái khi tận dụng sự bất ổn của nền kinh tế thế giới và trong nước. Việc bắt tay nhau giữa “đội lái” và các TCPH mà đứng sau là những ông chủ doanh nghiệp để lừa dối NĐT để dẫn đến tình trạng bất ổn định thị trường, niềm tin của NĐT giảm sút. Với trình độ và kinh nghiệm, hành vi vi phạm của “đội lái” rất tinh vi, cơ quan quản lý khó phát hiện. Có

¹³²http://www.ssc.gov.vn/ubck/faces/vi/vilinks/videtail/vichitietintuc/vidsthanhtragiamsat/vichitiet104;jsessionid=GTBKvBWYVYYKRw278csywQFN69wGNvNydbQG8FJrJP4SL4RngGzq!-484256767!1640621876?dDocName=APPSSCGOVVN162143796&_afLoop=52776516275000&_afWindowMode=0&_afWindowId=null#%40%3F_afWindowId%3Dnull%26_afLoop%3D52776516275000%26_dDocName%3DAPPSSCGOVVN162143796%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3D1dfkul4eam_4 (truy cập ngày 28/03/2022)

thể nói, việc hoạt động tạo lập thị trường chính thống chưa phát triển đã tạo cơ hội cho nhiều hành vi lách luật, trái luật xảy ra trên thị trường.

Với quan điểm thận trọng trong điều kiện thị trường chưa phát triển, nhà làm luật cũng chưa cho phép TCBL được sử dụng quyền chọn phân bổ vượt mức để hỗ trợ TCPH bình ổn giá chứng khoán. Hoạt động của TCBL chấm dứt ngay sau khi đợt chào bán kết thúc. Giá chứng khoán trên thị trường thứ cấp trong những ngày đầu tiên giao dịch biến động hoàn toàn phụ thuộc vào cung cầu trên thị trường mà không có bất kì sự hỗ trợ nào từ phía TCBL. Đây cũng chính là một trong những nguyên nhân “buộc” TCPH phải tự tìm cách “cứu” chứng khoán của mình thông qua các hành vi trái luật như dùng tài khoản “ảo” mua lại chứng khoán trên thị trường trong trường hợp giá xuống hoặc để sẵn lượng chứng khoán nhất định bên ngoài để bán ra trong trường hợp giá chứng khoán lên. Trung Quốc và Thái Lan là hai thị trường có điều kiện tương đồng với Việt Nam nhưng đã cho phép áp dụng quyền chọn phân bổ vượt mức từ khá sớm. Ngày 03/09/2001, Ủy ban điều tiết chứng khoán Trung Quốc đã ban hành Quyết định số 112 thí điểm cho phép áp dụng quyền chọn phân bổ vượt mức. Theo đó, TCBL được bán không quá 115% số lượng cổ phần đăng ký chào bán và trong thời hạn 30 ngày kể từ ngày niêm yết, TCBL có quyền lựa chọn mua cổ phiếu của TCPH từ thị trường tập trung hoặc yêu cầu TCPH phát hành thêm cổ phiếu cho phần bán vượt mức. Tương tự, TTCK Thái Lan áp dụng quyền chọn phân bổ vượt mức từ năm 2004 bằng Thông báo ngày 29/11/2004 của Ban kiểm soát thị trường vốn. Mức phân bổ vượt mức tối đa cũng là 15% số cổ phần đã đăng ký chào bán.

Tóm lại, hoạt động hỗ trợ sau phát hành của TCBL hầu như không được thực hiện trên TTCK Việt Nam bởi quy định quá cẩn trọng của các nhà làm luật. Điều này như con dao hai lưỡi, một mặt đảm bảo an toàn cho thị trường nhưng mặt khác lại kìm hãm sự phát triển của thị trường và đẩy các chủ thể vào tình thế phải lựa chọn cách làm trái luật để đáp ứng nhu cầu của mình.

2.2.2.2. Pháp luật về các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán còn bất cập, đồng thời thiếu quy định cụ thể về tổ hợp bảo lãnh.

Thứ nhất, pháp luật hiện hành không đưa ra định nghĩa và tên gọi về các phương thức BLPCHK như theo thông lệ mà chỉ quy định nội dung cụ thể của từng phương thức (Khoản 3 Điều 4 Luật Chứng khoán). Mặt khác, nhà làm luật lại sử dụng tên gọi của phương thức bảo lãnh trong một số văn bản pháp lý như Nghị định 156/2020/NĐ-CP) hay Thông tư 121/2020/TT-BTC. Sự không rõ ràng và thiếu thống nhất của pháp luật gây khó hiểu cho các chủ thể áp dụng, bất tiện cho các bên trong quá trình soạn

thảo hợp đồng và không phù hợp với thông lệ thế giới. Trường hợp nhằm lẫn trong việc xác định loại phương thức bảo lãnh trong đợt chào bán cổ phần ra công chúng của Công ty cổ phần Tập đoàn Tư vấn đầu tư xây dựng Kiên Giang (CKG) với đơn vị bảo lãnh là Công ty cổ phần chứng khoán Tân Việt (TVSI) là ví dụ minh chứng rõ nét cho hệ quả thiếu thống nhất của pháp luật¹³³.

Thứ hai, việc nhà làm luật sử dụng cụm từ “cố gắng tối đa” để quy định trách nhiệm của TCBL trong phương thức bảo lãnh nỗ lực tối đa rất khó để xác định cụ thể, dễ gây tranh chấp giữa các bên. Cố gắng tối đa được hiểu như thế nào? tiêu chuẩn đo lường là gì? Hiện nay, pháp luật chứng khoán không quy định rõ vấn đề này. Theo nguyên tắc áp dụng pháp luật, các bên sẽ áp dụng quy định của pháp luật thương mại, song, Điều 80 Luật Thương mại cũng chỉ quy định chung chung. Cần thừa nhận rằng, “cố gắng tối đa” hay “nỗ lực tốt nhất”, “nỗ lực tối đa” là một khái niệm khá mơ hồ và khó có thể xác định được tiêu chuẩn cụ thể. Trên thực tế, TCPH không quan sát thấy những nỗ lực, cố gắng phân phối của TCBL nên không thể biết TCBL có cố gắng hết sức hay không. Đây không chỉ là vướng mắc nói riêng đối với các bên trong quan hệ hợp đồng BLPCHK theo phương thức nỗ lực tối đa mà còn là vướng mắc với các hợp đồng cung ứng dịch vụ nói chung. Đa số các hợp đồng đều ghi nhận điều khoản về nghĩa vụ nỗ lực tốt nhất của bên cung ứng dịch vụ như một quy tắc mặc định hay một thói quen mà không có giải thích cụ thể.

Trong quá trình xây dựng hệ thống pháp luật chứng khoán, nhà làm luật nước ta đã tham khảo và học hỏi kinh nghiệm cũng như thông lệ pháp luật của các nước trên thế giới. Nội dung quy định về phương thức bảo lãnh với nỗ lực không phải ngoại lệ và bất cập nêu trên không chỉ tồn tại trong pháp luật Việt Nam. Tại Mỹ, điều khoản về nỗ lực tốt nhất trong các hợp đồng vẫn đang gây ra khá nhiều tranh cãi ngay giữa các tòa án trong một bang và giữa các học giả trong bối cảnh pháp luật cũng thiếu quy định rõ ràng. Ngoài cam kết nỗ lực tốt nhất (best efforts), cam kết hứa hẹn sẽ thực hiện trong các thỏa thuận thương mại còn được thể hiện bởi tiêu chuẩn cam kết “nỗ lực tốt nhất một cách hợp lý” (reasonable best efforts). Trong công trình nghiên cứu về giới hạn nỗ lực tốt nhất theo luật pháp NewYork,¹³⁴ tác giả David Shine đã

¹³³ Việc TVSI cam kết mua lại tối đa 10.000 cổ phiếu của CKG trong tổng số cổ phiếu còn lại không được phân phối hết cho cổ đông hiện hữu là phương thức bảo lãnh dự phòng. Tuy nhiên, trong Bản cáo bạch (tại trang 137) của CKG lại được hai bên xác định là phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn. Xem tại đường link <https://cicgroups.com/co-dong.html> (truy cập ngày 20/3/2022).

¹³⁴ David Shine, (2004), “Best Efforts” Standards Under New York Law: Legal and Practical Issues, Glasser LegalWorks, Vol.7, No.9.

trình bày khá chi tiết những luồng quan điểm đang tồn tại về vấn đề này trong giới học giả Mỹ và trong hệ thống tư pháp của bang New York. Luồng quan điểm thứ nhất cho rằng, những nỗ lực tốt nhất có mức độ cam kết cao hơn những nỗ lực tốt nhất một cách hợp lý. Bởi lẽ, nỗ lực tốt nhất đòi hỏi một bên phải làm tất cả những gì có thể làm để thực hiện công việc đã thỏa thuận, ngay cả khi hành vi đó gây thiệt hại về mặt vật chất cho bên cam kết, còn nỗ lực tốt nhất một cách hợp lý đòi hỏi những nỗ lực đáng kể trong quá trình thực hiện với sự cân nhắc hợp lý về những thiệt hại thương mại có thể chấp nhận được. Luồng quan điểm thứ hai cho rằng, không có sự phân biệt giữa hai loại cam kết này. Nỗ lực tốt nhất không phải là những đòi hỏi bất chấp hậu quả xảy ra cho bên thực hiện mà là nỗ lực hợp lý nhất. Luật pháp New York không quy định rõ đồng thời cũng không đưa ra tiêu chí để đo lường mức độ nỗ lực, dựa trên những gì bên áp dụng có thể làm hay dựa trên những gì một bên có cùng vị trí sẽ làm. Điều này dẫn đến thực trạng, các tòa án khác nhau có thể áp dụng tiêu chuẩn theo những cách khác nhau. Trong bối cảnh như vậy, tác giả đã khuyến nghị các bên nên đặt ra những kỳ vọng cụ thể trong hợp đồng tùy theo nội dung công việc cam kết. Ví dụ như sử dụng thời gian biểu để xác định mức độ hoàn thành hoặc gắn lợi ích đi cùng với kết quả đạt được... Với phạm vi nghiên cứu rộng hơn về pháp luật của Mỹ nói chung, tác giả Rob Park đã nhận định, *“sự không chắc chắn trong các quy định về điều khoản nỗ lực tốt nhất có thể đặc biệt nguy hiểm trong luật hợp đồng. Khi các bên tham gia hợp đồng không biết ai đang phân bổ rủi ro cho một sự cố cụ thể, họ không thể chỉ định một mức giá phù hợp cho việc thực hiện hợp đồng. Hơn nữa, khi quyền không xác định, sự tìm kiếm đặc lợi là không thể tránh khỏi”*¹³⁵.

Thứ ba, pháp luật đang bỏ trống mảng quy định về tổ hợp bảo lãnh. Ngoài điều khoản duy nhất quy định chung chung về khái niệm “tổ hợp bảo lãnh phát hành” (Khoản 19 Điều 3 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP), các vấn đề quan trọng và khá phức tạp liên quan đến tổ hợp bảo lãnh cần sự điều chỉnh cụ thể của pháp luật đều không được đề cập đến. Ví dụ như cấu trúc tổ hợp bảo lãnh, vai trò và điều kiện của từng loại thành viên tổ hợp, phạm vi quyền hạn, trách nhiệm của từng loại thành viên tổ hợp đối với các thành viên còn lại, đối với TCPH và NĐT, hình thức pháp lý của tổ hợp bảo lãnh... Trong quy định trên, nhà làm luật đã xác định, TCBL chính phải chịu trách nhiệm chung cho hoạt động BLPHCK. Vậy, trách nhiệm chung được hiểu thế nào? Liệu có thể hiểu TCBL chính sẽ thay mặt các thành viên trong tổ hợp bảo

¹³⁵ Rob Park, 2006, *Putting the “Best” in Best Effort*, The University of Chicago Law Review, Vol 73, tr.705.

lãnh chịu toàn bộ trách nhiệm về hoạt động BLPHCK trước TCPH hay không? bắt kể trách nhiệm đó phát sinh do hành vi vi phạm của TCBL thành viên nào gây ra. Nếu như vậy, TCBL chính có cần đáp ứng điều kiện gì về năng lực tài chính, uy tín hay kinh nghiệm không? Và tổ hợp bảo lãnh chỉ được phép có một TCBL chính hay do các bên quyết định? Trường hợp nhiều TCBL chính trong tổ hợp thì trách nhiệm chung đối với hoạt động BLPHCK do TCBL chính nào chịu? Loại trách nhiệm giữa các TCBL chính là trách nhiệm liên đới hay riêng rẽ?

BLPHCK là hoạt động có mức độ rủi ro cao nhất trong các hoạt động KDCK. Với điều kiện thị trường còn non trẻ như Việt Nam, các chủ thể kinh doanh bị hạn chế về năng lực và kinh nghiệm. Việc thiếu quy định cụ thể hướng dẫn triển khai càng tạo thêm tâm lý e dè cho các chủ thể. Cho đến nay, UBCKNN chưa có số liệu thống kê về số lượng đợt BLPHCK được thực hiện hàng năm và số lượng BLPHCK theo phương thức tổ hợp. Trong phạm vi tìm hiểu của chúng tôi, dựa trên thông tin công bố của UBCKNN và các TCPH về các đợt chào bán chứng khoán ra công chúng và hồ sơ kèm theo, trong 05 năm gần nhất, không có trường hợp BLPHCK nào triển khai theo phương thức tổ hợp bảo lãnh. Sự hạn chế, bất cập của pháp luật tồn tại trong thời gian dài là một trong những nguyên nhân dẫn đến thực trạng này. Đường như các nhà làm luật không coi trọng vai trò của tổ hợp bảo lãnh, hay nói đúng hơn, chưa nhìn nhận đúng tầm quan trọng của hoạt động BLPHCK.

2.3. Thực trạng pháp luật về hình thức pháp lý của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.3.1. Những ưu điểm cơ bản của các quy định về hình thức pháp lý của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Trong bối cảnh chung quy định pháp luật về hoạt động BLPHCK nói chung khá sơ sài, điểm nổi bật nhất của pháp luật về hình thức pháp lý của hoạt động BLPHCK là việc ban hành mẫu biểu Cam kết bảo lãnh tại Nghị định số 155/2020/NĐ-CP. Bao gồm: Cam kết bảo lãnh phát hành cổ phiếu ra công chúng (mẫu số 04) và Cam kết bảo lãnh phát hành trái phiếu ra công chúng (mẫu số 08). Mục đích nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho các bên trong quá trình soạn thảo, đàm phán kí kết và triển khai thực hiện loại hợp đồng còn khá mới này trên thị trường Việt Nam, cũng như đảm bảo tính rõ ràng, cụ thể, giúp công tác quản lý được dễ dàng.

Nhìn chung, mẫu biểu đã ghi nhận khá đầy đủ các điều khoản cơ bản cần có của hợp đồng BLPHCK, như điều khoản về thông tin chứng khoán bảo lãnh, phương thức bảo lãnh, phân phối chứng khoán, thời hạn và phương thức thanh toán, quyền và

nghĩa vụ cơ bản của hai bên, trách nhiệm do vi phạm cam kết, giải quyết tranh chấp... Điều này phần nào cho thấy nhà làm luật đánh giá được tầm quan trọng của văn bản này và sự cần thiết đối với các chủ thể trên thị trường. Mặt khác, hình thức của hợp đồng BLPHCK cũng đã được ghi nhận rõ bằng văn bản theo quy định chung tại Khoản 4 Điều 89 Luật Chứng khoán, yêu cầu các CTCK phải ký hợp đồng bằng văn bản với khách hàng khi cung cấp dịch vụ cho khách hàng.

2.3.2. Những tồn tại, hạn chế chủ yếu của các quy định về hình thức pháp lý của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Để đảm bảo vai trò tạo cơ sở pháp lý rõ ràng, cụ thể và hợp lý cho các chủ thể áp dụng, cần nhìn nhận thẳng thắn rằng, quy định về hình thức pháp lý của hoạt động BLPHCK còn bộc lộ nhiều hạn chế và bất cập, cụ thể như sau:

2.3.2.1. Về hợp đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Hợp đồng bảo lãnh BLPHCK quy định các quyền và nghĩa vụ giữa các TCBL trong việc cùng nhau thực hiện BLPHCK cho một đợt chào bán chứng khoán của TCPH. Hiện nay, pháp luật chưa có bất kì quy định nào về hợp đồng giữa các TCBL để tạo cơ sở pháp lý hướng dẫn các bên thực hiện. Về hình thức của hợp đồng, quy định tại Khoản 4 Điều 89 Luật Chứng khoán chỉ áp dụng cho trường hợp CTCK cung cấp dịch vụ cho khách hàng, trong khi đó mối quan hệ giữa các TCBL trong tổ hợp là quan hệ hợp tác. Về nội dung của hợp đồng, pháp luật hoàn toàn bỏ trống mảng quy định về tổ hợp bảo lãnh, trong đó có hợp đồng giữa các TCBL, ngoài quy định về trách nhiệm của TCBL chính được đề cập trong khái niệm về tổ hợp bảo lãnh.

2.3.2.2. Về hợp đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán

Những bất cập trong quy định về hợp đồng BLPHCK thể hiện qua hai khía cạnh sau:

Thứ nhất, về hình thức của hợp đồng BLPHCK:

Đề cập đến hình thức hợp đồng, ngoài hình thái tồn tại dưới dạng vật chất còn cần nhắc đến quy định về tên gọi của hợp đồng. Hiện tại, nhà làm luật ban hành mẫu biểu về hợp đồng BLPHCK dưới tên gọi “Cam kết BLPHCK” cho thấy ý đồ nhằm nhấn mạnh nội dung cốt lõi của BLPHCK là thực hiện cam kết bảo lãnh mua và phân phối chứng khoán. Tuy nhiên, việc sử dụng thuật ngữ “cam kết” dễ dẫn đến cách hiểu nhầm lẫn, coi đây là văn bản thể hiện ý chí đơn phương từ phía TCBL mà không thể hiện được bản chất pháp lý của BLPHCK là quan hệ hợp đồng giữa TCBL và TCPH. Mặt khác, nội dung mẫu biểu được xây dựng hoàn toàn là nội dung của một hợp đồng, bao gồm các điều khoản thể hiện ý chí của hai bên chủ thể, cho thấy sự không thống

nhất giữa hình thức và nội dung của văn bản. Ngoài ra, điều này còn thể hiện sự khác biệt của pháp luật Việt Nam so với thông lệ các nước trên thế giới với thuật ngữ thường dùng là “underwriting contract” hoặc “underwriting agreement”, có nghĩa là hợp đồng hoặc thỏa thuận bảo lãnh phát hành.

Thứ hai, về nội dung của hợp đồng BLPHCK:

Cần khẳng định rằng, BLPHCK là hoạt động mang tính nghiệp vụ phức tạp, nhiều rủi ro. Do vậy, việc pháp luật quy định chi tiết về nội dung hợp đồng là cần thiết và hợp lý. Song, thay vì chỉ quy định nội dung tối thiểu như cách pháp luật ngân hàng và pháp luật bảo hiểm đang sử dụng cho thỏa thuận tín dụng và hợp đồng bảo hiểm,¹³⁶ pháp luật chứng khoán lại lựa chọn cách thức ban hành mẫu biểu mang tính cứng nhắc và quá chi tiết để áp dụng cho một quan hệ đòi hỏi sự linh hoạt như hợp đồng BLPHCK, dẫn đến tình trạng vừa thừa vừa thiếu, gây khó khăn của các bên trong quá trình soạn thảo.

Về nội dung chi tiết các điều khoản cơ bản được ghi nhận trong mẫu biểu Cam kết bảo lãnh có một số hạn chế được đề cập dưới đây:

- *Điều khoản về thông tin chủ thể của hợp đồng:* Thông tin về các bên chủ thể phản ánh đầy đủ các yếu tố xác định tư cách pháp lý của các bên, xác định đúng thẩm quyền của người đại diện (đại diện theo pháp luật hoặc đại diện theo ủy quyền), là căn cứ xác định cơ quan tài phán và luật áp dụng, đảm bảo hiệu lực của hợp đồng. Thông thường, nhà làm luật không cần hướng dẫn nội dung cụ thể các thông tin này bởi đây là kiến thức thông dụng mà bất kỳ chủ thể kinh doanh nào cũng nắm được. Mẫu biểu Cam kết BLPHCK đã quy định khá đầy đủ và cụ thể thông tin cần có về hai bên chủ thể nhưng lại chỉ yêu cầu ghi nhận thông tin về người đại diện theo pháp luật, dẫn đến cách hiểu cho rằng người có thẩm quyền ký Cam kết bảo lãnh phải là người đại diện theo pháp luật. Theo quan điểm của nghiên cứu sinh, đây chỉ là thiếu sót từ phía nhà làm luật vì không có lý do hợp lý nào để không cho phép người được ủy quyền của TCBL hoặc TCPH ký cam kết bảo lãnh. Tuy nhiên, với tình trạng quy định như trên, các chủ thể không có cơ sở pháp lý để khẳng định người được ủy quyền hợp pháp có thể ký Cam kết bảo lãnh.

Thực tiễn cho thấy đã có trường hợp tranh chấp về việc thực hiện hợp đồng BLPHCK mà các bên dựa vào thiếu sót trên của pháp luật để yêu cầu tòa án tuyên

¹³⁶ Pháp luật bảo hiểm và pháp luật ngân hàng không ban hành mẫu biểu mà chỉ quy định những nội dung tối thiểu phải có trong Hợp đồng bảo hiểm (Điều 13 Luật kinh doanh bảo hiểm 2000) và Thỏa thuận cho vay (Điều 23 Thông tư số 39/2016/TT-NHNN ngày 30/12/2016).

hợp đồng vô hiệu nhằm loại trừ trách nhiệm của mình. Trong vụ tranh chấp giữa GMC và SHS, tại phiên tòa sơ thẩm, Ông Nguyễn Quang Vinh với tư cách người làm chứng (đồng thời là Tổng giám đốc của SHS kí Cam kết bảo lãnh) cho rằng, Cam kết bảo lãnh được đại diện GMC ký không đúng thẩm quyền quy định, vì quy định tại mẫu Cam kết bảo lãnh thì thẩm quyền ký cam kết phải là người đại diện theo pháp luật nhưng Ông Nguyễn Cương kí với chức danh Tổng giám đốc của GMC, trong khi Điều lệ GMC quy định người đại diện theo pháp luật là Chủ tịch hội đồng quản trị. Còn tại phiên tòa phúc thẩm, phía SHS cho rằng Cam kết bảo lãnh giữa SHS và GMC vô hiệu do người ký của cả hai bên không đúng thẩm quyền. Pháp luật quy định, thẩm quyền ký hợp đồng là người đại diện theo pháp luật. Theo Điều lệ của GMC, chủ tịch hội đồng quản trị là người đại diện theo pháp luật nên thẩm quyền ký hợp đồng thuộc về chủ tịch hội đồng quản trị nhưng thực tế người ký là Tổng giám đốc. Về phía SHS, ông Nguyễn Quang Vinh là người đại diện theo pháp luật nên đủ tư cách ký hợp đồng nhưng vượt quá thẩm quyền vì không xin ý kiến của hội đồng quản trị. Mặc dù cuối cùng tòa phúc thẩm phán quyết Cam kết bảo lãnh vô hiệu về mặt chủ thể với lý do đại diện SHS kí vượt thẩm quyền nhưng có thể nhận thấy, một thiếu sót không đáng có của pháp luật có khả năng dẫn đến thiệt hại cho chủ thể ở thế yếu.

- *Điều khoản về phương thức bảo lãnh và điều khoản về phân phối chứng khoán:*

Hai điều khoản này là cơ sở ghi nhận trách nhiệm của TCBL đồng thời cũng là cơ sở để TCBL thực hiện công việc của mình. Mẫu biểu Cam kết bảo lãnh yêu cầu phải ghi rõ loại phương thức bảo lãnh lựa chọn và thông tin cụ thể giá chào bán chứng khoán ra công chúng, giá chiết khấu của TCBL, phí bảo lãnh trong điều khoản về phương thức bảo lãnh. Đối với điều khoản về phân phối chứng khoán, cần quy định nội dung tối thiểu về phương thức phân phối, thời gian thực hiện việc phân phối, thời gian nhận đăng ký mua chứng khoán và thời gian chuyển giao cổ phiếu cho người mua. Những hạn chế, bất cập của pháp luật hiện hành liên quan đến nội dung hai điều khoản đã được chúng tôi phân tích cụ thể tại mục 2.2.2 của luận án, gây khó khăn cho các bên trong quá trình xây dựng và thực thi hợp đồng. Bên cạnh đó, theo quan điểm của chúng tôi, nội dung về tổng số lượng chứng khoán cam kết bảo lãnh và chi tiết số lượng chứng khoán bảo lãnh của từng thành viên tổ hợp (trường hợp thành lập tổ hợp bảo lãnh) cần được bổ sung trong điều khoản về phương thức bảo lãnh bởi đó là sự cụ thể hóa nội dung thỏa thuận của hai bên về phương thức bảo lãnh, đảm bảo tính logic và khoa học. Vấn đề phí bảo lãnh nên quy định trong một điều khoản độc lập, gắn liền với thời hạn và phương thức thanh toán để đảm bảo thuận tiện cho quá trình

thực hiện.

- *Điều khoản về thực hiện cam kết bảo lãnh*: Điều khoản này ghi nhận trách nhiệm quan trọng nhất của TCBL đối với TCPH (mua chứng khoán không chào bán hết của TCPH và chuyển tiền mua chứng khoán cho TCPH) nhưng không phải là điều khoản cơ bản trong hợp đồng BLPHCK do mẫu biểu Cam kết bảo lãnh không đề cập đến. Trong khi đó, pháp luật thực định cũng không quy định cụ thể. Đây là một phần nguyên nhân dẫn đến kết quả thua kiện của GMC trong vụ tranh chấp với SHS như đã phân tích trong mục 2.2.2.

- *Điều khoản về phí bảo lãnh*: Mẫu biểu Cam kết bảo lãnh không chỉ rõ điều khoản về phí bảo lãnh nhưng thông qua nội dung được ghi nhận trong các điều khoản có liên quan, có thể nhận thấy, phí bảo lãnh là một điều khoản cơ bản trong hợp đồng BLPHCK, bao gồm thỏa thuận về mức phí bảo lãnh, thời hạn, phương thức thanh toán. Thông thường, phí bảo lãnh được các bên xác định theo một trong hai cách, dựa vào giá chiết khấu chứng khoán bán cho TCBL (áp dụng với phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn) hoặc tỷ lệ % cố định tính theo tổng giá trị chứng khoán nhận bảo lãnh (áp dụng với phương thức nỗ lực tối đa). Điều 126 Luật Doanh nghiệp 2020 yêu cầu, trường hợp cổ phần bán cho người bảo lãnh, số chiết khấu hoặc tỷ lệ chiết khấu cụ thể phải được sự chấp thuận của Đại hội đồng cổ đông, trừ trường hợp Điều lệ công ty quy định khác. Mục đích nhằm bảo vệ quyền lợi chính đáng cho các cổ đông, tránh trường hợp hội đồng quản trị “hợp tác” với TCBL quyết định mức chiết khấu quá cao để trục lợi, gây thiệt hại cho công ty. Song, quy định cũng tồn tại mặt trái cần xem xét. Tại thời điểm trình đại hội đồng cổ đông thông qua phương án phát hành chứng khoán, TCPH chưa thể dự liệu về sự tham gia của TCBL cũng như mức chiết khấu kèm theo (nếu có) nên đại hội không thể thông qua ngay nội dung này. Trong khi đó, trình tự thủ tục tổ chức đại hội đồng cổ đông hoặc xin ý kiến các cổ đông theo luật định khá phức tạp và mất nhiều thời gian, làm chậm tiến độ của quá trình chào bán chứng khoán.

Về mức phí bảo lãnh, Thông tư số 102/2021/TT-BTC chỉ đặt ra mức trần -sàn đối với giá dịch vụ BLPHCK khi thực hiện cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước. Có nghĩa, pháp luật chứng khoán cho phép các bên chủ thể có toàn quyền thỏa thuận về phí bảo lãnh mà không chịu bất kỳ giới hạn nào. Về nguyên tắc, mức phí bảo lãnh tỷ lệ thuận với khối lượng công việc TCBL phải thực hiện và mức độ rủi ro phải gánh chịu. Việc không quy định mức trần phí bảo lãnh có thể dẫn đến hiện trạng TCBL chạy theo lợi nhuận, bất chấp rủi ro để nhận bảo lãnh theo phương thức cam kết chắc

chấn cho những chứng khoán có chất lượng kém. Tại Mỹ, quy định về phí bảo lãnh phát hành có từ đầu những năm 1960 do Hiệp hội các nhà KDCK quốc gia (NASD) ban hành do nhận thấy trong một số trường hợp, các TCBL đã nhận được khoản thù lao không công bằng và vô lí. Cơ sở của quy định này là quy tắc thương mại công bằng và có cơ sở. Quy định về phí bảo lãnh chỉ áp dụng với thành viên của NASD trong khi thành viên tham gia NASD mang tính tự nguyện. Năm 1983, Quốc hội Hoa Kỳ đã sửa Đạo luật giao dịch yêu cầu tất cả các tổ chức KDCK phải trở thành thành viên và tuân theo quy định của NASD. Đến năm 2007, Cơ quan quản lý ngành tài chính (FINRA) được thành lập trên cơ sở hợp nhất NASD và Sở giao dịch chứng khoán New York với chức năng giám sát tất cả các tổ chức KDCK. FINRA chịu trách nhiệm xác định mức phí bảo lãnh tối đa theo đề xuất của TCBL trong từng lần bảo lãnh. Tuy nhiên, công thức xác định phí không được FINRA tiết lộ. FINRA dựa vào các yếu tố về quy mô, rủi ro và loại chào bán để xác định xem mức phí được đề xuất có công bằng và hợp lý hay không. Nếu FINRA xác định là không công bằng và hợp lý, TCBL phải giảm mức phí đề xuất hoặc từ bỏ đợt phát hành. Cơ sở của chính sách là bảo vệ TCPH và NĐT. Phí bảo lãnh ở Hoa Kỳ chủ yếu là mức chênh lệch gộp, được tính bằng chênh lệch giữa giá mà các TCBL bán chứng khoán cho NĐT và giá họ mua từ công ty, biểu thị bằng % chiết khấu của giá chào bán. Thông thường, mức chênh lệch gộp không vượt quá 7%. Ngoài ra, đối với những đợt chào bán nhỏ, TCBL có thể yêu cầu các hình thức thù lao bổ sung từ TCPH, như bảo đảm mua cổ phiếu phổ thông hoặc phí tư vấn tài chính. Một điều khá phổ biến ở Hoa Kỳ là TCPH phải hoàn lại cho TCBL các chi phí về pháp lý và các chi phí khác phát sinh liên quan đến việc chào bán. Tỷ lệ chênh lệch gộp và bất kì loại thù lao bổ sung nào đều phải được quy định trong thỏa thuận bảo lãnh. Như vậy, có thể nhận thấy, Mỹ được coi là một trong những quốc gia có TTCK phát triển nhất cũng có sự kiểm soát đối với mức phí bảo lãnh phát hành.

Thực tế, tại Việt Nam, việc tìm hiểu số liệu về hoạt động BLPHCK gặp khá nhiều khó khăn bởi báo cáo hàng năm của cơ quan quản lý chỉ đề cập đến một cách chung chung. Theo quy định, cam kết bảo lãnh cũng không phải loại tài liệu phải công bố thông tin kèm theo bản cáo bạch của đợt phát hành. Mặt khác, các báo cáo tài chính quý/bán niên/năm của CTCK được lập theo mẫu thường gộp phí bảo lãnh phát hành và phí đại lý phát hành, không có sự tách bạch rõ ràng. Có thông tin cho rằng, mức phí bảo lãnh mà các CTCK thu về có giá trị khá thấp, nhỏ hơn rất nhiều so

với mức 2%¹³⁷, phần lớn nguyên nhân do hoạt động BLPHCK chưa phát triển.

- *Điều khoản về quyền và nghĩa vụ của các chủ thể*: Theo nội dung mẫu biểu Cam kết bảo lãnh, hợp đồng BLPHCK phải ghi nhận tối thiểu những quyền và nghĩa vụ sau của các bên chủ thể: Đối với TCPH, chịu trách nhiệm đứng ra tổ chức thực hiện các công việc liên quan đến việc lập, chỉnh sửa và gửi hồ sơ đăng ký chào bán, chịu chi phí liên quan đến việc đăng ký chào bán, quyền được thông báo về kế hoạch, tiến độ, phương thức phân phối cổ phiếu. Đối với TCBL, có nghĩa vụ phối hợp với TCPH lập hồ sơ đăng ký chào bán, lập kế hoạch, tổ chức phân phối chứng khoán, thông báo cho TCPH biết về kế hoạch, tiến độ phân phối khi có yêu cầu, thông báo ra công chúng các thông tin liên quan đến quá trình chào bán, phân phối và chuyển giao chứng khoán, chịu chi phí liên quan đến việc phân phối chứng khoán, được hưởng phí bảo lãnh... Việc mẫu biểu ghi nhận chi tiết như vậy là cần thiết trong điều kiện pháp luật thiếu những quy định cụ thể về quyền và nghĩa vụ của hai bên chủ thể trong quan hệ BLPHCK. Tuy nhiên, giá trị pháp lý của mẫu biểu thấp, chưa tạo cơ sở pháp lý rõ ràng và vững chắc cho các bên chủ thể.

- *Điều khoản về trường hợp huỷ bỏ hợp đồng*: Huỷ bỏ hợp đồng là một trong những loại chế tài thương mại, áp dụng khi một bên có hành vi vi phạm. Pháp luật chứng khoán không có quy định đặc thù về huỷ bỏ hợp đồng BLPHCK nên điều khoản về vấn đề này của các bên được áp dụng theo quy định của pháp luật thương mại và pháp luật dân sự (nếu pháp luật thương mại không quy định). Các bên có quyền huỷ bỏ hợp đồng BLPHCK trong hai trường hợp: xảy ra hành vi vi phạm mà các bên đã thoả thuận là điều kiện để huỷ bỏ hợp đồng hoặc một bên vi phạm nghĩa vụ cơ bản hợp đồng.¹³⁸ Khác với chế tài phạt hợp đồng chỉ được áp dụng nếu các bên có thoả thuận, chế tài huỷ bỏ hợp đồng có thể được áp dụng ngay cả khi không được ghi nhận trong hợp đồng. Hiện nay, mục 1 chương VII Luật Thương mại quy định tương đối đầy đủ về nội dung này. Vấn đề đặt ra, pháp luật chứng khoán không có quy định cụ thể về thủ tục đối với cơ quan quản lý, về quyền và nghĩa vụ của các bên với các NĐT trong trường hợp tạm dừng, đình chỉ thực hiện hoặc huỷ bỏ hợp đồng BLPHCK sau khi đợt chào bán đã được cấp giấy chứng nhận. Bất cập này của pháp luật cần được khắc phục để đảm bảo quyền lợi chính đáng cho TCPH và các NĐT và tính ổn định của TTCK.

¹³⁷ Xem tại <https://vnbusiness.vn/giao-dich/hoat-dong-bao-lanh-phat-hanh-chung-khoan-van-ngu-dong-1070968.html> (truy cập ngày 01/07/2021).

¹³⁸ Điều 292 và Khoản 3 Điều 312 Luật Thương mại 2005.

Ngoài ra, nội dung quan trọng khác đang bị bỏ trống cũng cần sự điều chỉnh của pháp luật là phương án xử lý cùng với trách nhiệm của các bên trong trường hợp đợt chào bán bị huỷ bỏ. Đây là sự kiện có khả năng xảy ra trong bất kỳ đợt chào bán nào và ảnh hưởng tới quyền lợi của nhiều bên chủ thể. Pháp luật hiện hành mới chỉ quy định về trách nhiệm của TCPH đối với NĐT trong việc thu hồi và hoàn trả tiền mua chứng khoán. TCBL và TCPH phải có những thoả thuận cụ thể để xác định rõ quyền, nghĩa vụ của mỗi bên tương ứng với từng lí do dẫn đến việc đợt chào bán bị huỷ bỏ.

2.4. Thực trạng pháp luật về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.4.1. Những ưu điểm cơ bản của quy định hiện hành về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Để đảm bảo an toàn cho hoạt động KDCK nói chung và hoạt động BLPHCK nói riêng, pháp luật chứng khoán đã đặt ra các giới hạn an toàn buộc CTCK phải tuân thủ trong quá trình thực hiện hoạt động BLPHCK. Nội dung cụ thể được ghi nhận trong các văn bản pháp luật, bao gồm: Luật Chứng khoán, Nghị định số 155/2020/NĐ-CP, Thông tư số 121/2020/TT-BTC và Thông tư số 91/2020/TT-BTC. Cụ thể như sau:

2.4.1.1. Quy định về điều kiện và hạn chế đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Thứ nhất, về điều kiện thực hiện BLPHCK ra công chúng

Để được BLPHCK chào bán ra công chúng, CTCK cần phải đáp ứng các điều kiện quy định tại Điều 17 Luật Chứng khoán. Bao gồm: 1) Phải được UBCKNN cấp phép thực hiện hoạt động BLPHCK; 2) Đáp ứng các chỉ tiêu ATTC theo quy định của pháp luật và 3) Không phải người có liên quan với TCPH.

Điều kiện thứ nhất mang tính tất yếu, bởi BLPHCK là hoạt động kinh doanh có điều kiện, chủ thể chỉ được phép thực hiện nếu đã được cơ quan quản lý có thẩm quyền cấp phép.

Điều kiện thứ hai về chỉ tiêu ATTC đã được đề cập trong Điều 92 của Luật Chứng khoán. Việc áp dụng chỉ tiêu ATTC thể hiện tư duy quản lý thị trường của cơ quan quản lý, thay vì dựa theo lợi nhuận sang quản lý dựa trên rủi ro. Đây được coi là nền móng đầu tiên cho một hệ thống cảnh báo sớm, nâng cao khả năng phòng vệ về tài chính cho các CTCK đồng thời cũng phù hợp với thông lệ quốc tế, đặc biệt là hệ thống các chỉ tiêu ATTC Basel II đang được áp dụng rộng rãi tại hầu hết các quốc gia. Cụ thể hóa quy định của Luật, Bộ trưởng Bộ tài chính đã ban hành Thông tư số

91/2020/TT-BTC ngày 13/11/2020 quy định chỉ tiêu ATTC và biện pháp xử lý đối với tổ chức KDCK không đáp ứng chỉ tiêu ATTC, có hiệu lực từ ngày 01/01/2021. Theo đó, chỉ tiêu ATTC của CTCK được thể hiện qua tỷ lệ vốn khả dụng, được xác định là tỷ lệ % giữa giá trị vốn khả dụng và tổng giá trị rủi ro. Trong đó, vốn khả dụng là vốn chủ sở hữu có thể chuyển đổi thành tiền trong vòng 90 ngày, còn tổng giá trị rủi ro là tổng các giá trị rủi ro thị trường, giá trị rủi ro thanh toán và giá trị rủi ro hoạt động. CTCK chỉ được coi đáp ứng các chỉ tiêu ATTC nếu tỷ lệ vốn khả dụng đạt từ 180% trở lên, tương ứng với việc, vốn chủ sở hữu của CTCK có thể chuyển đổi thành tiền trong vòng 90 ngày phải gấp 1,8 lần tổng giá trị rủi ro của công ty. Đáp ứng chỉ tiêu này cho thấy CTCK có nhiều cơ hội duy trì hiệu quả kinh doanh trong bối cảnh giá trị tài sản suy giảm do những biến động bất lợi của thị trường. CTCK vẫn có một mức vốn tối thiểu làm gốc rễ cho mọi hoạt động kinh doanh của mình. Mục đích để đảm bảo thực hiện được cam kết bảo lãnh với TCPH mà không ảnh hưởng đến ATTC của công ty. Nhà làm luật cũng quy định rõ, trong thời hạn kiểm soát (CTCK có tỷ lệ vốn khả dụng từ 120% đến dưới 150%) và kiểm soát đặc biệt (CTCK có tỷ lệ vốn khả dụng dưới 120% hoặc không khắc phục được tình trạng kiểm soát trong thời hạn 12 tháng), CTCK không được ký các hợp đồng bảo lãnh phát hành dưới hình thức cam kết chắc chắn. Đồng thời, CTCK phải hạn chế thực hiện các hoạt động kinh doanh tăng giá trị rủi ro, giảm vốn khả dụng.

Điều kiện thứ ba yêu cầu CTCK không được là người có liên quan đến TCPH. Căn cứ quy định về người có liên quan tại Khoản 46 Điều 4 Luật Chứng khoán 2019 và Khoản 23 Điều 4 Luật Doanh nghiệp 2020, có thể xác định phạm vi các trường hợp CTCK là người có liên quan đến TCPH, bao gồm:

- TCBL sở hữu trên 10% số cổ phiếu có quyền biểu quyết hoặc vốn góp của TCPH;
- TCBL trực tiếp hoặc gián tiếp kiểm soát hoặc bị kiểm soát bởi TCPH hoặc cùng với TCPH chịu chung một sự kiểm soát;
- Quan hệ hợp đồng BLPHCK trong đó TCBL là đại diện cho TCPH.
- Người có liên quan của TCBL xác định theo điểm a, b, c, d, đ và e Khoản 23 Điều 4 Luật Doanh nghiệp có sở hữu đến mức chi phối việc ra quyết định của TCPH.

Như vậy, có thể nhận thấy, phạm vi các trường hợp CTCK được xác định là người có liên quan của TCPH khá rộng, chủ yếu xuất phát từ mối quan hệ về lợi ích và kiểm soát lẫn nhau. Việc ngăn cấm xác lập quan hệ BLPHCK giữa hai chủ thể có mối quan hệ như vậy nhằm đảm bảo tính khách quan cho đợt phát hành, tránh trường

hợp cả hai tổ chức cùng “bắt tay nhau” hoặc “gây sức ép cho nhau” thực hiện hành vi gian dối, gây thiệt hại cho các NĐT trên thị trường.

Theo đánh giá của nghiên cứu sinh, sở dĩ nhà làm luật chỉ đặt ra các điều kiện BLPHCK với chứng khoán chào bán ra công chúng do xuất phát từ mức độ và phạm vi ảnh hưởng của phương thức chào bán này lên thị trường. Mặt khác, BLPHCK chủ yếu phục vụ cho nhu cầu của các đợt chào bán chứng khoán ra công chúng.

Thứ hai, về hạn chế thực hiện BLPHCK

Với quan điểm nhìn nhận phương thức bảo lãnh với cam kết chắc chắn chứa đựng nhiều rủi ro, cùng với vai trò đặc biệt của TCBL chính, pháp luật hiện hành đã quy định hạn chế CTCK không được bảo lãnh phát hành theo hình thức cam kết chắc chắn hoặc là người bảo lãnh chính trong một số trường hợp nhất định, không phụ thuộc vào chứng khoán được chào bán theo phương thức riêng lẻ hay ra công chúng. Khoản 2 Điều 23 Thông tư số 121/2020/TT-BTC quy định cụ thể 06 trường hợp, chủ yếu do mối quan hệ về mặt sở hữu hoặc kiểm soát lẫn nhau giữa TCBL và TCPH.

Mặc dù còn nhiều vấn đề cần xem xét và đánh giá về từng trường hợp hạn chế, nhưng nhìn một cách tổng quát, có thể nhận thấy, đặc điểm chung các trường hợp hạn chế là sự liên quan giữa TCPH và TCBL về mặt quan hệ sở hữu, quan hệ kiểm soát hoặc có chung người quản trị điều hành. Nếu cho phép các trường hợp này được thực hiện có thể dẫn đến các hệ lụy tiêu cực. Trường hợp TCBL ở vị thế dưới, TCBL có thể “chịu sức ép” của TCPH bởi quan hệ sở hữu hoặc kiểm soát phải chấp nhận thực hiện bảo lãnh theo phương thức cam kết chắc chắn nhằm thỏa mãn mục đích của TCPH để tăng sức hấp dẫn cho chứng khoán chào bán, tạo niềm tin cho NĐT, từ đó tăng tỷ lệ thành công của đợt chào bán. Trong khi đó, để tránh rủi ro phải nắm giữ một lượng chứng khoán lớn không có chất lượng của TCPH, TCBL buộc phải “thông đồng” với TCPH “tô hồng” thông tin về chứng khoán chào bán để lừa dối NĐT. Trường hợp TCBL ở vị thế trên, có quyền kiểm soát hoặc chi phối TCPH, để giúp TCPH chào bán thành công chứng khoán, TCBL cũng sẽ thực hiện các hành vi sai trái nêu trên nhưng với ý thức chủ động và cố tình, thay vì “bị ép buộc”. Hệ lụy chung mang lại là sự giảm sút niềm tin của NĐT vào thị trường, rủi ro mang lại cho hệ thống các CTCK và sự bất ổn định của TTCK.

Ngoài ra, nhằm bảo vệ quyền lợi cho khách hàng là những NĐT cá nhân ủy thác cho CTCK quản lý tài khoản giao dịch chứng khoán, Điều 19 Thông tư 121/2020/TT-BTC yêu cầu CTCK phải thông báo và phải có sự đồng ý bằng văn bản của khách hàng đối với trường hợp đầu tư vào chứng khoán do công ty thực hiện bảo lãnh phát

hành trong thời gian công ty đang thực hiện bảo lãnh. Quy định để tránh trường hợp TCBL cố tình đầu tư tiền của khách hàng vào những chứng khoán kém chất lượng nhằm giảm rủi ro phải thực hiện cam kết bảo lãnh với TCPH.

2.4.1.2. Quy định về giới hạn tỷ lệ an toàn đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Xuất phát từ tính chất rủi ro của phương thức bảo lãnh theo cam kết chắc chắn, pháp luật hiện hành đã đặt ra giới hạn tối đa về giá trị chứng khoán nhận bảo lãnh dựa vào mức vốn chủ sở hữu và khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của CTCK. Theo đó, khoản 2 Điều 17 Luật Chứng khoán và khoản 1 Điều 23 Thông tư số 121/2020/TT-BTC quy định, *“tổ chức thực hiện BLPHCK ra công chứng thực hiện bảo lãnh theo phương thức nhận mua một phần hoặc toàn bộ chứng khoán của TCPH chỉ được phép bảo lãnh phát hành tổng giá trị chứng khoán không được lớn hơn vốn chủ sở hữu và không quá 15 lần hiệu số giữa giá trị tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn tính theo báo cáo tài chính quý gần nhất”*. Nhà làm luật đã giới hạn phạm vi rủi ro của TCBL chỉ trong số vốn chủ sở hữu hiện có, không sử dụng các nguồn vốn vay để tránh gây thiệt hại cho các chủ thể có liên quan khác. Đồng thời, khả năng thanh toán trong ngắn hạn của TCBL vẫn được kiểm soát trong giới hạn nhất định. Mục đích cuối cùng của quy định nhằm đảm bảo an toàn cho hoạt động của TCBL và đảm bảo khả năng thực hiện được cam kết bảo lãnh của TCBL.

Bên cạnh đó, như đã phân tích ở mục 1.1.2.2, hành vi thực hiện cam kết bảo lãnh mua lại chứng khoán của TCPH thực chất là một hoạt động đầu tư (mang tính bị động) của TCBL. Do vậy, việc CTCK cũng phải tuân thủ quy định về hạn chế đầu tư trong quá trình thực hiện hoạt động BLPHCK theo phương thức cam kết chắc chắn hoàn toàn hợp lý và cần thiết. Theo quy định tại Điều 28 Thông tư số 121/2020/TT-BTC, các hạn chế đầu tư mà CTCK phải tuân thủ khi thực hiện hoạt động BLPHCK theo phương thức cam kết chắc chắn bao gồm:

- a) Tổng giá trị đầu tư vào các trái phiếu doanh nghiệp không được vượt quá 70% vốn chủ sở hữu.
- b) Đầu tư vào cổ phiếu của công ty có sở hữu trên 50% vốn điều lệ của CTCK, trừ trường hợp mua cổ phiếu lẻ theo yêu cầu của khách hàng;
- c) Cùng với người có liên quan đầu tư từ 5% trở lên vốn điều lệ của CTCK khác;
- d) Đầu tư quá 20% tổng số cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đang lưu hành của một tổ chức niêm yết;
- đ) Đầu tư quá 15% tổng số cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đang lưu hành của một tổ

chức chưa niêm yết, quy định này không áp dụng đối với chứng chỉ quỹ thành viên, quỹ hoán đổi danh mục và quỹ mở;

e) Đầu tư quá 70% vốn chủ sở hữu vào cổ phiếu, trong đó không được đầu tư quá 20% vốn chủ sở hữu vào cổ phiếu chưa niêm yết.

Mặc dù pháp luật không quy định rõ nhưng theo tinh thần quy định của điều luật, có thể hiểu, tỷ lệ về các hạn chế đầu tư nêu trên là tổng các hạn mức đầu tư tối đa của hoạt động tự doanh và hoạt động BLPHCK mà CTCK được phép thực hiện. Mục đích chính nhằm giảm thiểu rủi ro cho hoạt động của CTCK, tránh tình trạng “tất cả trứng có được đều cho vào cùng một giỏ”, qua đó góp phần đảm bảo an toàn cho hoạt động của CTCK nói riêng và TTCK nói chung. Trường hợp CTCK đầu tư vượt quá hạn mức do thực hiện bảo lãnh phát hành theo hình thức cam kết chắc chắn, pháp luật yêu cầu CTCK phải áp dụng các biện pháp cần thiết để tuân thủ hạn mức đầu tư theo quy định trong thời hạn 01 năm.

2.4.1.3. Quy định về mức độ rủi ro của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán trong việc xác định chỉ tiêu an toàn tài chính của công ty chứng khoán.

BLPHCK là một hoạt động KDCK và rủi ro phát sinh từ hoạt động này ảnh hưởng không nhỏ đến tình hình hoạt động của CTCK. Thông tư số 91/2020/TT-BTC đã quy định khá rõ các loại rủi ro phát sinh từ hoạt động BLPHCK được tính vào tổng giá trị rủi ro để tính tỷ lệ vốn khả dụng của CTCK. Cụ thể như sau:

Một là, rủi ro hoạt động, là những tổn thất có thể xảy ra do lỗi kỹ thuật, lỗi hệ thống và quy trình nghiệp vụ, lỗi con người trong quá trình tác nghiệp, do thiếu vốn kinh doanh phát sinh từ các khoản chi phí, lỗ từ hoạt động đầu tư, do các nguyên nhân khách quan khác. Giá trị rủi ro hoạt động được xác định là giá trị lớn nhất của các giá trị sau: 25% chi phí duy trì hoạt động của CTCK trong vòng 12 tháng liền kề tính tới thời điểm tính toán (đây là giá trị tính chung cho toàn bộ hoạt động của CTCK, trong đó có BLPHCK) và 20% vốn điều lệ tối thiểu cho các nghiệp vụ kinh doanh theo quy định của pháp luật (tương ứng 33 tỷ đồng đối với nghiệp vụ BLPHCK).

Hai là, rủi ro thị trường, là những tổn thất có thể xảy ra khi giá thị trường của tài sản đang sở hữu và dự kiến sẽ sở hữu theo cam kết bảo lãnh phát hành biến động theo chiều hướng bất lợi. Đối với hoạt động BLPHCK, rủi ro thị trường được xác định đối với chứng khoán bảo lãnh theo hình thức cam kết chắc chắn chưa phân phối và chưa nhận thanh toán đầy đủ trong thời gian bảo lãnh phát hành, phát sinh khi giá trị giao dịch thấp hơn giá bảo lãnh phát hành. Giá trị rủi ro thị trường phụ thuộc vào các tham số sau: số lượng chứng khoán còn lại chưa phân phối hết hoặc đã phân phối

nhưng chưa thanh toán; giá trị bảo lãnh phát hành; giá trị tài sản đảm bảo (nếu có); hệ số rủi ro phát hành; hệ số rủi ro thị trường và giá giao dịch. Pháp luật hiện hành quy định khá cụ thể cách xác định các tham số này và yêu cầu kết thúc ngày giao dịch, CTCK phải xác định giá trị rủi ro thị trường đối với các tài sản này. Ở đây, nhà làm luật hoàn toàn hợp lý khi căn cứ đặc thù của hoạt động BLPHCK để coi hệ số rủi ro phát hành cũng là một tham số để xác định giá trị rủi ro thị trường. Theo đó, hệ số rủi ro phát hành được chia thành nhiều mức độ (20%, 40%, 60% và 80%) tùy thuộc vào thời gian còn lại để phân phối chứng khoán (tương ứng với trên 60 ngày, từ 30 ngày tới 60 ngày, dưới 30 ngày và kể từ ngày kết thúc thời hạn phân phối tới ngày phải thanh toán cho TCTP). Thời gian còn lại để phân phối chứng khoán càng ngắn thì hệ số rủi ro phát hành càng cao, bởi càng ít thời gian để tìm kiếm NĐT phân phối hết số chứng khoán còn lại.

Ba là, rủi ro thanh toán, là những tổn thất có thể xảy ra khi đối tác không thể thanh toán đúng hạn hoặc chuyển giao tài sản đúng hạn theo cam kết. Đối với hoạt động BLPHCK, pháp luật yêu cầu, kết thúc ngày giao dịch, CTCK phải xác định giá trị rủi ro thanh toán đối với các hợp đồng bảo lãnh phát hành ký với các tổ chức khác trong tổ hợp bảo lãnh phát hành theo hình thức cam kết chắc chắn mà CTCK là TCBL chính. Giá trị rủi ro thanh toán được xác định bằng 30% giá trị còn lại của các hợp đồng bảo lãnh phát hành chưa được thanh toán.

Theo quy định, tỷ lệ vốn khả dụng được xác định là tỷ lệ % giữa giá trị vốn khả dụng và tổng giá trị rủi ro. Giá trị rủi ro thị trường, giá trị rủi ro thanh toán và giá trị rủi ro hoạt động của hoạt động BLPHCK là một phần trong tổng giá trị rủi ro của CTCK. CTCK chỉ được coi đáp ứng các chỉ tiêu ATTC nếu tỷ lệ vốn khả dụng đạt từ 180% trở lên. Trường hợp không đạt chỉ tiêu này, CTCK có thể rơi vào một trong ba tình trạng, theo mức độ nghiêm trọng tăng dần, gồm cảnh báo, kiểm soát hoặc kiểm soát đặc biệt, tùy mức độ cụ thể của tỷ lệ vốn khả dụng. Song hành với đó, CTCK sẽ bị hạn chế một số hoạt động kinh doanh đồng thời phải thực hiện chế độ báo cáo với cơ quan quản lý, xây dựng và thực hiện phương án khắc phục trong thời gian nhất định.

Như vậy, xuất phát từ nguy cơ tiềm ẩn rủi ro từ hoạt động BLPHCK, Luật chứng khoán và các văn bản hướng dẫn thi hành đã có những quy định nhằm yêu cầu CTCK phải tuân thủ về điều kiện thực hiện, hạn chế, các giới hạn an toàn trong hoạt động BLPHCK nhằm đảm bảo tính an toàn cho CTCK nói riêng và hệ thống CTCK cũng như TTCK nói chung.

2.4.2. Những tồn tại, hạn chế chủ yếu của quy định hiện hành về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Từ kết quả nghiên cứu pháp luật về BLPHCK, tác giả luận án cho rằng các quy định về giới hạn an toàn trong hoạt động BLPHCK tồn tại một số điểm hạn chế cơ bản sau đây:

2.4.2.1. Thiếu các quy định cụ thể về yêu cầu quản lý hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Được đánh giá là hoạt động KDCK có tính chất nghiệp vụ phức tạp và tiềm ẩn nhiều rủi ro nhất, ngoài quy định pháp luật, hoạt động BLPHCK cần thiết phải được thực hiện dựa trên những quy định nội bộ. Quy định pháp luật chỉ đặt ra những giới hạn nhất định áp dụng chung mà không thể tính đến đặt thù về tổ chức, hoạt động của từng CTCK. Việc ban hành quy định nội bộ là công cụ quan trọng giúp CTCK nhận diện và kiểm soát tốt hơn các giới hạn an toàn trong hoạt động BLPHCK, từ đó nâng cao hiệu quả quản lý hoạt động BLPHCK, đồng thời thuận tiện cho việc kiểm tra, giám sát từ phía cơ quan quản lý. Pháp luật chứng khoán hiện hành chưa làm được việc này.

Cho đến nay, yêu cầu về quy định nội bộ đối với hoạt động BLPHCK nói riêng và hoạt động KDCK nói chung mới dừng lại ở yêu cầu quy trình hoạt động. Điều 4 Thông tư số 121/2020/TT-BTC quy định nguyên tắc hoạt động nghiệp vụ đầu tiên của CTCK là phải ban hành các quy trình hoạt động cho từng nghiệp vụ kinh doanh nhưng không có bất kỳ quy định cụ thể hay hướng dẫn nào về nội dung của từng quy trình làm cơ sở cho các CTCK thực hiện. Thực tế tình hình phát triển TTCK trong những năm qua cho thấy, BLPHCK là hoạt động KDCK kém phát triển nhất trong số các hoạt động KDCK thuộc phạm vi được phép thực hiện của CTCK. Đa số các CTCK có đăng ký nghiệp vụ BLPHCK nhưng chưa thực hiện một vụ bảo lãnh nào. Số lượng các đợt chào bán chứng khoán ra công chúng có BLPHCK rất ít, thậm chí có năm không có vụ BLPHCK nào và chỉ do một số CTCK lớn trên thị trường thực hiện. Đặc thù nghiệp vụ cộng với thiếu kinh nghiệm thực tế trong bối cảnh không có quy định hướng dẫn làm nền tảng, việc xây dựng quy trình để thực hiện và quản lý hoạt động BLPHCK một cách hiệu quả đối với các CTCK không phải dễ dàng. Trên thực tế, mỗi CTCK được cấp phép thực hiện hoạt động BLPHCK đều đã xây dựng quy trình nghiệp vụ theo yêu cầu pháp luật nhưng không theo quy chuẩn nào về nội dung và hình thức. Trong khá nhiều trường hợp, các quy trình này được xây dựng chung chung, mang tính đối phó. Trong khi đó, các hoạt động KDCK khác như môi giới, tự

doanh hay lưu ký chứng khoán, cùng chung bối cảnh pháp lý như BLPHCK nhưng các hoạt động này khá phát triển, được CTCK thực hiện liên tục, thường xuyên trong thời gian dài sẽ tạo thuận lợi cho họ xây dựng và ngày càng hoàn thiện các quy trình nghiệp vụ liên quan.

2.4.2.2. Các giới hạn an toàn đặt ra trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán không bao quát hết phạm vi các rủi ro để đảm bảo an toàn cho CTCK.

Hiện nay, các giới hạn an toàn trong hoạt động BLPHCK chỉ được đặt ra trong phạm vi bảo lãnh chứng khoán chào bán ra công chúng và phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn. Điều này thể hiện trong các quy định hiện hành về điều kiện thực hiện BLPHCK chào bán ra công chúng và các hạn chế về phạm vi khách hàng, giá trị bảo lãnh tối đa, mức hạn chế đầu tư và quy định rủi ro áp dụng cho phương thức bảo lãnh với cam kết chắc chắn. Trường hợp bảo lãnh chứng khoán chào bán riêng lẻ và sử dụng phương thức bảo lãnh dự phòng không chịu sự ràng buộc của những giới hạn nêu trên. Nói cách khác, dưới góc nhìn của nhà làm luật, chứng khoán chào bán riêng lẻ ít có sự tham gia của TCBL còn phương thức bảo lãnh dự phòng có mức độ rủi ro thấp, không có khả năng gây mất an toàn cho hoạt động của CTCK nên không cần thiết phải đặt ra quy định để giới hạn. Quan điểm này không hợp lý, thể hiện ở một số điểm cơ bản sau:

Thứ nhất, cần khẳng định, việc đặt ra các điều kiện thực hiện BLPHCK ra công chúng là cần thiết để bảo vệ quyền lợi cho TCPH và NĐT cũng như tính an toàn cho hoạt động của CTCK. Tuy nhiên, các chủ thể tham gia quan hệ BLPHCK riêng lẻ cũng cần được pháp luật bảo vệ. Về bản chất, việc BLPHCK riêng lẻ hay ra công chúng đều là sự gánh chịu rủi ro về mặt tài chính thay cho TCPH. Một TCBL có chỉ tiêu ATTC không đảm bảo chắc chắn sẽ không đủ năng lực tài chính để thực hiện cam kết bảo lãnh hoặc có đủ năng lực tài chính tại thời điểm thực hiện cam kết bảo lãnh nhưng chắc chắn sẽ dẫn đến mất an toàn hoạt động cho công ty mà không phụ thuộc vào phương thức chào bán của chứng khoán đó. Xét ở khía cạnh nhất định, việc BLPHCK riêng lẻ còn có mức độ rủi ro cao hơn BLPHCK ra công chúng bởi TCBL bị hạn chế bởi phương thức chào bán và giới hạn NĐT tham gia. Bên cạnh đó, việc cho phép CTCK thực hiện BLPHCK riêng lẻ là người có liên quan đến TCPH có thể ít ảnh hưởng đến lợi ích của các NĐT nhưng lại gia tăng mức độ rủi ro cho CTCK. NĐT tham gia đợt chào bán riêng lẻ là những NĐT chứng khoán chuyên nghiệp, đủ kiến thức và kinh nghiệm đánh giá rủi ro phát sinh từ mối quan hệ “thân thiết” giữa TCBL và TCPH. Còn về phía CTCK, rủi ro bảo lãnh cho chứng khoán của TCPH là

người có liên quan cao hơn rất nhiều do chịu sự chi phối của các quan hệ lợi ích. Có thể đánh giá, trong nội dung quy định về điều kiện thực hiện BLPHCK, nhà làm luật mới đứng ở góc độ coi BLPHCK là hoạt động hỗ trợ chào bán chứng khoán thay vì một hoạt động KDCK để có cơ chế quản lý bao quát hơn.

Thứ hai, về mặt lý luận, mức độ rủi ro cao nhất của phương thức bảo lãnh dự phòng bằng với mức độ rủi ro cao nhất của phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn, đều phải thực hiện mua toàn bộ chứng khoán của đợt phát hành. Về mặt thực tế, điều này thể hiện khá rõ trong vụ tranh chấp giữa SHS và GMC như đã đề cập ở phân trên. Theo thỏa thuận giữa hai bên trong Hợp đồng dịch vụ tư vấn & bảo lãnh phát hành cổ phiếu và Cam kết bảo lãnh, GMC dự kiến chào bán 7.211.047 cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá 12.000 đồng/cổ phiếu và SHS nhận bảo lãnh số cổ phiếu này theo phương thức dự phòng với cam kết mua toàn bộ số cổ phiếu phát hành còn lại chưa được phân phối hết. Kết thúc đợt chào bán, số cổ phiếu được bán cho cổ đông hiện hữu chỉ có 163.362 cổ phiếu. GMC đã yêu cầu SHS thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh của mình bằng việc mua lại 7.047.685 cổ phiếu chưa bán hết, chiếm tới 98% tổng số cổ phiếu của đợt phát hành. Trong trường hợp này, mức độ rủi ro của SHS gần như bằng với mức độ rủi ro nếu lựa chọn phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn nhưng hành vi mua chứng khoán của SHS lại không chịu sự ràng buộc của bất kỳ quy định nào về giới hạn giá trị bảo lãnh, hạn chế đầu tư hay xác định giá trị rủi ro.

Hạn chế trên của pháp luật vô hình chung đẩy CTCK vào tình trạng có nguy cơ mất an toàn khi được tự do thực hiện các vụ BLPHCK tiềm ẩn rủi ro cao. Yêu cầu cấp thiết đặt ra đối với nhà làm luật cần phải hoàn thiện bất cập này để đảm bảo an toàn hoạt động cho các chủ thể thực hiện.

2.5. Thực trạng pháp luật về quản lý nhà nước đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Hoạt động BLPHCK nói riêng và hoạt động KDCK nói chung luôn tiềm ẩn nhiều rủi ro và có tính nhạy cảm cao nên việc quản lý nhà nước đối với hoạt động này có những đặc thù nhất định. Tính chất đặc thù thể hiện trong việc xác định vị trí, chức năng, nhiệm vụ của chủ thể quản lý và các biện pháp quản lý. Do vậy, trong nội dung nghiên cứu thực trạng quy định về quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK, vấn đề chủ thể quản lý và biện pháp quản lý sẽ được tập trung xem xét và đánh giá.

2.5.1. Những ưu điểm cơ bản của quy định về quản lý nhà nước đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.5.1.1. Về chủ thể quản lý hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Thông lệ chung của đa số các nước trên thế giới đều thành lập cơ quan chuyên trách để quản lý và giám sát TTCK, trong đó có chủ thể thực hiện hoạt động KDCK. Ví dụ, tại Trung Quốc là Ủy ban Giám sát và Quản lý Chứng khoán Trung Quốc (CSRC); tại Úc là Ủy ban chứng khoán và đầu tư Úc (ASIC) hay Thái Lan và Mỹ là Ủy ban chứng khoán và Giao dịch (SEC) ... Tại Việt Nam, với quan điểm áp dụng các thông lệ quốc tế tốt nhất theo khuyến nghị của IOSCO nhằm phát triển TTCK công khai, minh bạch, bền vững, UBCKNN đã được thành lập và giao trọng trách là cơ quan chuyên ngành trực tiếp quản lý và giám sát TTCK. UBCKNN quản lý hoạt động của các chủ thể thực hiện hoạt động KDCK, trong đó có hoạt động BLPHCK. Về vị trí pháp lý, UBCKNN được xác định là cơ quan thuộc Bộ Tài chính. Về chức năng, UBCKNN thực hiện chức năng tham mưu, giúp Bộ trưởng Bộ Tài chính quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK, tổ chức thực hiện pháp luật về CK và TTCK. Luật Chứng khoán đã quy định tương đối chi tiết nhiệm vụ, quyền hạn của UBCKNN để thực hiện chức năng được giao. Cụ thể, UBCKNN có nhiệm vụ trình Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành hoặc đề trình cấp có thẩm quyền ban hành các văn bản quy phạm pháp luật về chứng khoán và TTCK, trong đó có nội dung điều chỉnh hoạt động BLPHCK của CTCK. Đây chính là cơ sở pháp lý cho các CTCK thực hiện hoạt động BLPHCK và cho UBCKNN thực hiện việc quản lý, giám sát. UBCKNN sẽ trực tiếp quản lý, giám sát hoạt động của các chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK đồng thời tổ chức thanh tra, kiểm tra, giải quyết khiếu nại tố cáo, xử lý vi phạm hành chính đối với các CTCK vi phạm quy định trong quá trình thực hiện BLPHCK. Ngoài ra, UBCKNN còn có thẩm quyền cấp, thu hồi giấy phép hoặc đình chỉ thực hiện nghiệp vụ BLPHCK đối với các CTCK. Nhằm giúp các chủ thể trên thị trường thuận tiện áp dụng pháp luật, UBCKNN có thể ban hành các văn bản hướng dẫn chuyên môn, nghiệp vụ về BLPHCK. Trong trường hợp cần thiết, UBCKNN được quyền thực hiện theo thẩm quyền hoặc trình cấp có thẩm quyền thực hiện các biện pháp bảo đảm an ninh, an toàn TTCK.

Nhìn chung, pháp luật hiện hành đã tạo lập cho UBCKNN một vị trí pháp lý nhất định cùng phạm vi các thẩm quyền tương ứng làm cơ sở thực hiện chức năng giám sát và quản lý TTCK của mình. Pháp luật cũng thể hiện sự nỗ lực cố gắng của các nhà làm luật trong việc xây dựng một cơ quan quản lý chuyên ngành về chứng khoán và TTCK tiệm cận dần tới các nguyên tắc của IOSCO về một cơ quan quản lý hoạt động độc lập, có đủ quyền hạn, nguồn lực thích hợp để thực hiện các chức năng

của mình.

2.5.1.2. Về các biện pháp quản lý nhà nước đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Để đảm bảo kỷ cương cho thị trường, cơ quan quản lý nhà nước cần sử dụng các biện pháp nhằm đảm bảo tính tuân thủ của các chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK. Có thể phân các biện pháp quản lý thành hai nhóm. Nhóm biện pháp thứ nhất được thể hiện qua hoạt động giám sát của cơ quan quản lý nhằm phát hiện và ngăn chặn các hành vi vi phạm, tăng cường tính chủ động, tự giác tuân thủ của các chủ thể kinh doanh. Nhóm biện pháp thứ hai mang tính răn đe nhằm trừng phạt các chủ thể có hành vi vi phạm pháp luật, đảm bảo tính tuân thủ. Trên cơ sở nghiên cứu quy định hiện hành, có thể nhận thấy một số thành tựu của pháp luật trong quy định các biện pháp quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK, cụ thể như sau:

Thứ nhất, pháp luật đã tạo ra cơ sở pháp lý tương đối chặt chẽ và đầy đủ để cơ quan quản lý thực hiện hiệu quả chức năng giám sát hoạt động BLPHCK.

Chức năng giám sát của UBCKNN đặt ra yêu cầu từ hai phía chủ thể, các CTCK thực hiện hoạt động BLPHCK (đối tượng bị giám sát) và UBCKNN (chủ thể giám sát). Theo đó, để thực hiện chức năng này, UBCKNN có thể sử dụng hai biện pháp chính. *Một là* biện pháp giám sát từ xa, yêu cầu tính tuân thủ và tự giác của các CTCK thông qua việc quy định trách nhiệm báo cáo và công bố thông tin liên quan đến hoạt động BLPHCK, làm cơ sở cho cơ quan quản lý đánh giá thực trạng, từ đó có biện pháp can thiệp khi cần thiết. *Hai là* biện pháp giám sát trực tiếp, yêu cầu tính chủ động tích cực từ phía UBCKNN bằng việc thực hiện hoạt động thanh tra, giám sát định kỳ và bất thường.

a) Về biện pháp giám sát từ xa thông qua chế độ báo cáo và công bố thông tin

Pháp luật hiện hành quy định tương đầy đủ nghĩa vụ báo cáo của các chủ thể thực hiện hoạt động KDCK, trong đó có hoạt động BLPHCK. Thông tư số 121/2020/TT-BTC yêu cầu CTCK phải thực hiện chế độ báo cáo định kỳ tháng/quý/bán niên/năm đến UBCKNN, bao gồm các loại báo cáo sau:

- Báo cáo tình hình hoạt động tháng/năm;
- Báo cáo tài chính quý/bán niên/năm, trong đó báo cáo tài chính bán niên/năm phải được soát xét/kiểm toán bởi tổ chức kiểm toán được chấp thuận;
- Báo cáo tỷ lệ ATTC tại ngày 30/06, 31/12 đã được soát xét/kiểm toán bởi tổ chức kiểm toán được chấp thuận;
- Báo cáo quản trị rủi ro bán niên/năm.

Về hình thức, pháp luật điều quy định mẫu biểu áp dụng cho từng loại báo cáo¹³⁹ và yêu cầu báo cáo phải có đủ thành phần và nội dung theo quy định.

Về nội dung liên quan đến hoạt động BLPHCK, quy định yêu cầu phải báo cáo đầy đủ các thông tin về hoạt động BLPHCK của công ty tương ứng với chủ đề từng loại báo cáo. Ví dụ, đối với báo cáo tình hình hoạt động, yêu cầu các thông tin về tình hình biến động nhân sự nghiệp vụ BLPHCK trong tháng, doanh thu bảo lãnh phát hành tháng; các hợp đồng BLPHCK đang thực hiện (tên TCPH, loại chứng khoán bảo lãnh, hình thức bảo lãnh, tổng giá trị bảo lãnh, hiệu số giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn). Đối với các báo cáo tài chính, bắt buộc phải phản ánh một số chỉ tiêu liên quan đến hoạt động BLPHCK hàng quý/6 tháng/năm thể như chi phí, doanh thu, các khoản phải thu, phải trả với khách hàng là TCPH....trong đó, việc hạch toán phải tuân theo chế độ kế toán áp dụng riêng cho CTCK. Về báo cáo quản trị rủi ro, yêu cầu thông tin cụ thể về hạn mức rủi ro và đo lường rủi ro, kết quả kiểm tra việc tuân thủ các quy trình, quy chế liên quan đến hoạt động BLPHCK.

Ngoài chế độ báo cáo định kỳ, CTCK phải báo cáo bất thường trong trường hợp đầu tư vượt hạn mức quy định do thực hiện BLPHCK theo hình thức cam kết chắc chắn hoặc theo yêu cầu của UBCKNN trong trường hợp cần thiết.

Để đảm bảo thực hiện hiệu quả chế độ báo cáo, các vấn đề về phương thức, thời hạn, thủ tục báo cáo cũng được nhà làm luật quy định rõ ràng, cụ thể. Pháp luật cũng đặt ra nguyên tắc, yêu cầu việc báo cáo phải đầy đủ, kịp thời và phản ánh chính xác tình hình thực tế của CTCK.

Chế độ công bố thông tin của CTCK cũng được pháp luật hiện hành quy định chặt chẽ và tương đối đầy đủ tại Thông tư số 96/2020/TT-BTC, đảm bảo minh bạch thông tin về tình hình hoạt động của CTCK nói chung và hoạt động BLPHCK nói riêng. Ngoài việc áp dụng chế độ công bố thông tin định kỳ (yêu cầu công khai báo cáo tài chính và báo cáo tỷ lệ ATTC quý/bán niên/năm) và bất thường như một công ty đại chúng, CTCK còn phải công khai một số thông tin mang tính đặc thù về ngành nghề kinh doanh. Ví dụ, khi nhận được quyết định của UBCKNN về việc xử phạt vi phạm hành chính hoặc khi nhận được quyết định khởi tố, tạm giam, truy cứu trách nhiệm hình sự liên quan đến người hành nghề chứng khoán của công ty hoặc khi tự nguyện chấm dứt, ngừng cung cấp một trong các sản phẩm, dịch vụ, nghiệp vụ

¹³⁹ Mẫu biểu Báo cáo tình hình hoạt động, Báo cáo quản trị rủi ro quy định tại Thông tư 121/2020/TT-BTC; Mẫu biểu Báo cáo tài chính quy định tại Thông tư 210/2014/TT-BTC, Thông tư 334/2016/TT-BTC và Mẫu biểu Báo cáo chỉ tiêu ATTC tại Thông tư số 91/2020/TT-BTC.

KDCK.

Như vậy, thông qua chế độ báo cáo và công bố thông tin, UBCKNN có cơ sở để phân tích, đánh giá đầy đủ thực trạng hoạt động BLPHCK do các CTCK thực hiện, từ đó có biện pháp can thiệp khi thấy cần thiết.

b) Hoạt động thanh tra, giám sát

Hoạt động thanh tra, giám sát thuộc nhiệm vụ quyền hạn của UBCKNN và được ghi nhận rõ tại Điều 9 Luật Chứng khoán. Khác với lĩnh vực ngân hàng, do quy mô chủ thể tham gia TTCK lớn và tồn tại nhiều loại hình chủ thể khác nhau trong khi hoạt động thanh tra, giám sát thị trường cần được tập trung chuyên môn hóa, UBCKNN đã tách hoạt động giám sát thị trường ra khỏi hoạt động thanh tra theo Quyết định số 538/QĐ-BTC ngày 22/03/2016 quy định nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của các Vụ và Văn phòng thuộc UBCKNN.

Hoạt động thanh tra về chứng khoán và TTCK được giao cho cơ quan thanh tra chuyên ngành của UBCKNN thực hiện. Hiện nay, trong cơ cấu tổ chức của UBCKNN, cơ quan này gọi là Thanh tra chứng khoán, gồm có Chánh thanh tra, các Phó Chánh thanh tra và các thanh tra viên. Để thực hiện nhiệm vụ thanh tra, Thanh tra phải trình Chủ tịch UBCKNN để trình Bộ trưởng Bộ Tài chính thông qua kế hoạch hàng năm về thanh tra chứng khoán và TTCK, trình Chủ tịch UBCKNN thông qua kế hoạch hàng năm về kiểm tra chứng khoán và TTCK. Nội dung thanh tra là việc thực hiện chính sách, pháp luật chuyên ngành chứng khoán đối với các tổ chức, cá nhân. Việc thanh tra được thực hiện theo kế hoạch đã được phê duyệt hoặc đột xuất theo yêu cầu của Chủ tịch UBCKNN hoặc cấp có thẩm quyền. Thông thường, việc thanh tra hoạt động BLPHCK không được tiến hành riêng lẻ mà được thực hiện trong quá trình thanh tra toàn bộ hoạt động của CTCK nói chung trừ trường hợp phát hiện có dấu hiệu vi phạm pháp luật hoặc phục vụ cho yêu cầu quản lý giám sát. Ví dụ, năm 2021 được coi là năm bùng nổ của hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp với sự tham gia cung cấp dịch vụ tư vấn phát hành hoặc BLPHCK của các CTCK. Nhận thấy nguy cơ tiềm ẩn rủi ro cho các NĐT và tính ổn định, an toàn của TTCK, UBCKNN đã tổ chức kiểm tra chuyên đề tại 10 CTCK về cung cấp dịch vụ phát hành trái phiếu doanh nghiệp (tư vấn phát hành, BLPHCK...). Đặc biệt, Luật Chứng khoán đã mở rộng thẩm quyền của cơ quan Thanh tra trong việc yêu cầu các tổ chức, cá nhân cung cấp thông tin, đến làm việc giải trình, cung cấp tài liệu.... Việc trao đầy đủ thẩm quyền giúp Thanh tra chứng khoán nâng cao hiệu quả phòng chống vi phạm pháp luật trong lĩnh vực chứng khoán, phù hợp với nguyên tắc quản lý TTCK của

IOSCO và thông lệ quốc tế.

Đối với hoạt động giám sát việc thực hiện hoạt động KDCK, trong đó có hoạt động BLPHCK, UBCKNN chủ yếu thực hiện theo mô hình giám sát tuân thủ, nghĩa là giám sát tính tuân thủ pháp luật của các chủ thể trên thị trường. Nguồn lực phục vụ công tác giám sát tuân thủ là hữu hạn trong khi đối tượng và phạm vi giám sát lại vô cùng lớn và phức tạp. Mặt khác, kết quả giám sát ít chú trọng về kiểm soát an toàn hệ thống hoặc quản lý rủi ro. Kể từ cuối những năm 1990, IOSCO đã khuyến nghị các thành viên của mình sử dụng phương pháp tiếp cận dựa trên rủi ro trong các kỹ thuật giám sát thị trường. Nhận thức được điều này, bắt đầu từ năm 2014, bên cạnh việc thực hiện giám sát tuân thủ, UBCKNN đã bước đầu thực hiện giám sát trên cơ sở rủi ro thông qua việc ban hành hai văn bản quan trọng, gồm Quyết định 105/QĐ-UBCK về Quy chế hướng dẫn việc thiết lập và vận hành hệ thống quản trị rủi ro cho CTCK và Quyết định 617/QĐ-UBCK về Quy chế hướng dẫn xếp loại CTCK. Hệ thống giám sát của UBCKNN được thực hiện trên cơ sở ba trụ cột: chỉ tiêu ATTC (quy định mức độ đủ vốn tối thiểu), khuôn khổ quản trị rủi ro (quy định các nguyên tắc tổ chức và hoạt động của hệ thống quản lý rủi ro), mô hình cảnh báo sớm (quy định cách thức dự đoán rủi ro và biện pháp xử lý trên cơ sở sử dụng bộ chỉ tiêu giám sát tài chính) và hoạt động theo ba tuyến:

- Giám sát tuyến 1: do chính các CTCK thực hiện thông qua hoạt động kiểm toán nội bộ, kiểm soát nội bộ và quản trị rủi ro của công ty, còn được gọi là hoạt động tự giám sát.

- Giám sát tuyến 2: do các Sở giao dịch chứng khoán thực hiện, thông qua việc giám sát nghĩa vụ tuân thủ chế độ báo cáo và công bố thông tin của thành viên là các CTCK, đồng thời có trách nhiệm báo cáo UBCKNN vi phạm của các thành viên.

- Giám sát tuyến 3: do UBCKNN thực hiện mà trách nhiệm trực tiếp thuộc về Vụ quản lý KDCK, là vụ thực hiện chức năng quản lý trực tiếp các CTCK. Việc giám sát của Vụ dựa trên chế độ báo cáo định kỳ, cơ chế tiền kiểm và hậu kiểm nhằm đảm bảo việc đáp ứng và duy trì các tiêu chuẩn để được cấp phép của đối tượng quản lý. Quyết định số 538/QĐ-BTC quy định cụ thể nhiệm vụ giám sát của Vụ, bao gồm: Chủ trì, phối hợp với các đơn vị thuộc UBCKNN giám sát việc tuân thủ pháp luật, giám sát việc duy trì điều kiện cấp phép, các tiêu chuẩn ATTC của các CTCK; Giám sát việc tuân thủ các quy định pháp luật của người hành nghề trong các CTCK; Lập báo cáo, phân tích và đánh giá tình hình hoạt động của các CTCK; Thực hiện kiểm tra các đối tượng thuộc phạm vi quản lý theo sự phân công của Chủ tịch UBCKNN.

Để thực hiện nhiệm vụ giám sát, ngoài việc dựa vào các chỉ tiêu ATTC thể hiện trong nội dung các báo cáo định kỳ, UBCKNN đã tiến hành xây dựng và thực hiện đánh giá năng lực tài chính các CTCK theo bộ tiêu chuẩn CAMEL¹⁴⁰ ban hành kèm theo Quyết định số 617/QĐ-UBCK ngày 9/10/2013 để tiến tới thực hiện phương pháp thanh tra giám sát dựa trên rủi ro thay vì phương pháp giám sát dựa trên tuân thủ như hiện nay. Bộ tiêu chuẩn CAMEL gồm các nhóm yếu tố: Mức độ đủ vốn (C), Chất lượng tài sản (A), Chất lượng quản trị (M), Khả năng sinh lời (E) và Khả năng thanh khoản (L) được xác định trên cơ sở các báo cáo định kỳ của CTCK. Đây là công cụ hữu hiệu, hỗ trợ UBCKNN nhằm theo dõi, giám sát, đánh giá hiệu quả hoạt động của các CTCK, phân loại nhằm cảnh báo sớm và có biện pháp xử lý kịp thời đối với công ty hoạt động yếu kém, gặp nhiều rủi ro, đồng thời hỗ trợ công tác quản lý, hoạch định chính sách, công tác thanh tra, kiểm tra các CTCK, bảo vệ tính toàn vẹn của TTCK. Hiện nay, việc đánh giá và xếp loại CTCK theo tiêu chuẩn CAMEL được UBCKNN sử dụng phục vụ cho hoạt động quản lý, giám sát, không công khai ra thị trường. Trong quá trình giám sát phát hiện các bằng chứng cho thấy có thể có hành vi vi phạm quy định pháp luật, Vụ quản lý KDCK sẽ báo cáo lãnh đạo UBCKNN để chuyển vụ việc sang cho Thanh tra UBCKNN để điều tra tiếp và có chế tài xử lý, xử phạt và cưỡng chế thực thi phù hợp.

Thứ hai, pháp luật đã quy định các biện pháp cơ bản nhằm đảm bảo tính tuân thủ pháp luật BLPHCK.

Hiện nay, biện pháp phổ biến nhất được áp dụng để đảm bảo tính tuân thủ pháp luật chứng khoán và TTCK là các chế tài xử phạt, bao gồm chế tài xử phạt hành chính và chế tài hình sự.

Về chế tài xử phạt vi phạm hành chính, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 156/2020/NĐ-CP và Nghị định số 128/2021/NĐ-CP về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK, trong đó có quy định việc xử phạt các hành vi vi phạm quy định về BLPHCK. Chế tài xử phạt chính là phạt tiền, có thể áp dụng hình thức xử phạt bổ sung là đình chỉ hoạt động BLPHCK và biện pháp khắc phục

¹⁴⁰ Tháng 11/1979, để tái cấu trúc hệ thống tài chính tại Mỹ, Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) đã phê duyệt hệ thống xếp hạng các tổ chức tài chính theo CAMEL(S) (C- Mức độ đủ vốn, A- Chất lượng tài sản, M- Chất lượng quản lý, E- Khả năng sinh lời, L- Thanh khoản, S- Độ nhạy thị trường). Sau đó, nhận thấy sự hữu dụng của hệ thống CAMELS, nhiều quốc gia đã sử dụng bộ chỉ số này như một công cụ giám sát lành mạnh khu vực ngân hàng và chứng khoán.

hậu quả như buộc dừng thực hiện hoạt động BLPHCK hoặc buộc giảm giá trị BLPHCK. Ví dụ, đối với hành vi thực hiện BLPHCK ra công chứng theo hình thức cam kết chắc chắn với tổng giá trị chứng khoán lớn hơn vốn chủ sở hữu hoặc vượt quá 15 lần hiệu số giữa giá trị tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn tính theo báo cáo tài chính quý gần nhất, ngoài hình phạt tiền từ 150.000.000 đồng đến 200.000.000 đồng, TCBL còn bị đình chỉ hoạt động BLPHCK trong thời hạn từ 06 tháng đến 12 tháng và buộc giảm giá trị BLPHCK ra công chứng theo đúng quy định. Xuất phát tính chất đặc thù của BLPHCK luôn gắn liền với hoạt động chào bán chứng khoán, các quy định về xử phạt hành vi vi phạm quy định về BLPHCK được nhà làm luật phân thành hai nhóm. Nhóm các hành vi vi phạm quy định về chào bán chứng khoán, bao gồm chào bán riêng lẻ và chào bán ra công chứng. Ví dụ như hành vi sử dụng thông tin ngoài Bản cáo bạch hoặc thông tin sai lệch với thông tin trong Bản cáo bạch để thăm dò thị trường trước khi được phép thực hiện chào bán chứng khoán ra công chứng; thực hiện phân phối chứng khoán ra công chứng hoặc riêng lẻ không đúng quy định pháp luật; không thực hiện BLPHCK ra công chứng theo cam kết bảo lãnh phát hành trong hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chứng; xác nhận hồ sơ đăng ký chào bán có thông tin sai lệch, sai sự thật hoặc che giấu sự thật..... Nhóm thứ hai gồm các hành vi vi phạm quy định về hoạt động KDCK nói chung như thực hiện nghiệp vụ khi chưa được UBCKNN cấp giấy phép, không ban hành đầy đủ các quy trình nội bộ, không đảm bảo nhân viên làm việc tại bộ phận nghiệp vụ có đủ chứng chỉ hành nghề chứng khoán theo quy định...

Về chế tài hình sự, nhằm bảo vệ tối đa quyền lợi của các NĐT và sự ổn định, an toàn của TTCK, nhà làm luật áp dụng loại chế tài nghiêm khắc này cho hành vi cố ý vi phạm nghĩa vụ đảm bảo tính chính xác của thông tin công bố trong quá trình chào bán chứng khoán, nhằm mục đích răn đe những người có quyền hạn, trách nhiệm liên quan đến việc công bố thông tin về chào bán chứng khoán có ý định phạm tội hoặc trừng phạt những người đã cố tình vi phạm. Có thể là cá nhân giữ các chức vụ quan trọng trong TCPH, TCBL như Chủ tịch Hội đồng quản trị, Tổng giám đốc, Người được ủy quyền công bố thông tin, Kế toán trưởng hoặc nhân viên nghiệp vụ của TCBL. Điều 209 Bộ luật hình sự quy định rõ, người nào cố ý công bố thông tin sai lệch hoặc che giấu thông tin trong hoạt động chào bán, niêm yết, giao dịch, hoạt động KDCK gây thiệt hại cho NĐT hoặc thu lợi bất chính hoặc tái phạm nhiều lần thì tùy từng mức độ, có thể bị phạt tiền tối đa 2 tỷ đồng, phạt cải tạo không giam giữ tối đa 02 năm hoặc phạt tù tối đa 05 năm. Đặc biệt, các pháp nhân thương mại như TCPH,

TCBL cũng có thể trở thành chủ thể của loại tội phạm này và chịu chế tài phạt tiền lên đến 5 tỷ đồng và có thể bị cấm kinh doanh. Để tăng cường trách nhiệm, tạo cơ sở pháp lý rõ ràng cho cơ quan quản lý thực hiện chức năng, lần đầu tiên tại Nghị định số 128/2021/NĐ-CP, nhà làm luật quy định cụ thể các loại hành vi vi phạm, trong đó có hành vi nêu trên, buộc UBCKNN phải chuyển hồ sơ vụ việc sang cho cơ quan tiến hành tố tụng hình sự để xử lý.

Nhìn chung, pháp luật Việt Nam đã quy định các chế tài xử phạt đối với các hành vi vi phạm quy định về hoạt động BLPHCK nhằm đảm bảo tính răn đe và trừng phạt. Trên thực tế, thị trường BLPHCK không phát triển với rất ít hoạt động BLPHCK được thực hiện là nguyên nhân chính dẫn đến chưa có quyết định xử phạt TCBL nào được ban hành.

2.5.2. Những hạn chế, bất cập chủ yếu của quy định hiện hành về quản lý nhà nước đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.5.2.1. Quy định về địa vị pháp lý hiện tại của UBCKNN đã cản trở việc phát huy vai trò là cơ quan quản lý chuyên ngành về chứng khoán và thị trường chứng khoán, chưa phù hợp với thông lệ thế giới.

Trong thời kỳ đầu của thị trường, việc quy định UBCKNN là cơ quan trực thuộc Chính phủ đã gặp nhiều khó khăn do không gắn kết được các công cụ, chính sách tài chính cần thiết để phát triển, quản lý và giám sát thị trường. Sự chuyển đổi UBCKNN thành cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính theo Nghị định số 66/2004/NĐ-CP ngày 19/02/2004 của Chính phủ được đánh giá phù hợp với yêu cầu của thị trường và mục tiêu quản lý nhà nước trong giai đoạn quy mô thị trường còn nhỏ. Thứ nhất, đảm bảo được sự gắn kết giữa chính sách tài chính nhà nước như cổ phần hóa, huy động vốn với việc phát triển TTCK. Thứ hai, đảm bảo thực hiện chủ trương quản lý đa ngành, đa lĩnh vực mà không cần mở rộng bộ máy hành chính. Thứ ba, giữ được tính độc lập tương đối của UBCKNN với những quy định cụ thể về nhiệm vụ, quyền hạn. Trải qua gần hai mươi năm thi hành, cùng với sự phát triển của TTCK, quy định về vị trí pháp lý của UBCKNN đã bộc lộ những bất cập nhất định. Mặc dù vậy, Luật Chứng khoán được ban hành ngày 26/11/2019 vẫn tiếp tục kế thừa quy định trên nhằm đảm bảo tính ổn định của thị trường, song hành với việc mở rộng thẩm quyền cho UBCKNN. Trước đó, trong quá trình tổ chức lấy ý kiến về dự thảo Luật Chứng khoán trên, đã có ý kiến cho rằng, “việc UBCKNN trực thuộc ai không phải là vấn đề cốt lõi, mà quan trọng là phải đảm bảo tính độc lập và quy định rõ trách nhiệm, trao đủ thẩm quyền, nguồn lực để cơ quan này có đủ năng lực quản lý, giám sát hoạt động

của TTCK”¹⁴¹. Tuy nhiên, vấn đề đặt ra, phạm vi nhiệm vụ, quyền hạn của một cơ quan quản lý nhà nước luôn phụ thuộc vào vị trí pháp lý của cơ quan đó.

Trong điều kiện thị trường hiện tại, với vị trí pháp lý là cơ quan thuộc Bộ Tài chính, việc thực hiện chức năng quản lý chuyên ngành về chứng khoán và TTCK của UBCKNN đã vướng phải những hạn chế nhất định. Theo báo cáo đánh giá của Chương trình đánh giá khu vực tài chính (FSAP) do Quỹ tiền tệ thế giới (IMF) và Ngân hàng thế giới (WB) hỗ trợ Chính phủ Việt Nam,¹⁴² UBCKNN không có đủ quyền hạn, nguồn lực và sự độc lập để hoạt động một cách hoàn toàn hiệu quả. Là cơ quan thuộc bộ, UBCKNN không có đủ quyền chủ động để đưa ra các quyết định quan trọng, kịp thời xử lý các tình huống biến động không ngừng của TTCK nhằm đảm bảo tính an toàn cho thị trường. Ví dụ, trường hợp có biến động lớn ảnh hưởng đến an ninh, an toàn TTCK, UBCKNN không có quyền ra các quyết định xử lý ngay mà phải báo cáo Bộ Tài chính, đồng thời báo cáo Chính phủ, Thủ tướng Chính phủ về tình hình thị trường và các giải pháp để ổn định thị trường và đảm bảo an ninh, ATTC; hoặc UBCKNN chỉ có quyền trình Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành hoặc đề trình cấp có thẩm quyền ban hành các văn bản quy phạm pháp luật về chứng khoán và TTCK mà không có thẩm quyền ban hành ngay các văn bản. TTCK là thị trường thông tin, mọi biến động thường xảy ra nhanh và có sức lan tỏa lớn. Việc không được trực tiếp ban hành các quyết định xử lý mà phải qua cấp trung gian chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến tính hiệu quả của quyết định quản lý.

Bên cạnh đó, giới hạn của một cơ quan thuộc bộ không cho phép UBCKNN được chủ động về bổ nhiệm nhân sự, sử dụng ngân sách và nguồn lực trong điều kiện TTCK Việt Nam ngày càng phát triển, yêu cầu quản lý đòi hỏi ngày càng cao về số lượng và chất lượng. Trên thực tế, có những thẩm quyền chưa được UBCKNN sử dụng hiệu quả trong quá trình quản lý và giám sát TTCK do hạn chế về nhân lực mà điển hình là việc rất ít ban hành các văn bản hướng dẫn chuyên môn, nghiệp vụ thuộc

¹⁴¹ <https://thoibaotaichinhvietnam.vn/ubcknn-phai-dam-bao-tinh-doc-lap-va-duoc-trao-du-tham-quyen-33642.html> (truy cập ngày 20/02/2022).

¹⁴² Chương trình đánh giá khu vực Tài chính (FSAP) do Ngân hàng thế giới (WB) và Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) khởi xướng thực hiện từ tháng 5/1999 nhằm hỗ trợ các nước thành viên (chỉ áp dụng cho các nước đang phát triển và mới nổi) phân tích, đánh giá tổng quát hiện trạng, mức độ ổn định và phát triển của hệ thống tài chính trên cơ sở các nguyên tắc và chuẩn mực quốc tế, từ đó đề xuất các cải cách cần thiết nhằm làm cho hệ thống tài chính trở nên ổn định hơn và có khả năng chống đỡ các rủi ro phát sinh bên trong lẫn bên ngoài nền kinh tế. Đoàn đánh giá chung của WB và IMF đã thực hiện đánh giá hệ thống tài chính của Việt Nam và phát hành Báo cáo đánh giá khu vực tài chính Việt Nam vào tháng 6/2014, được xây dựng dựa trên khuôn khổ pháp lý và quy định hiện hành đến tháng 12/2012 và số liệu cùng kỳ.

phạm vi quản lý của UBCKNN. Các hoạt động KDCK, đặc biệt hoạt động BLPHCK có tính chất phức tạp và mức độ rủi ro cao, rất cần những văn bản hướng dẫn về chuyên môn, nghiệp vụ như các quy trình, mẫu biểu hợp đồng...cho các chủ thể thực hiện. Có thể nói, tại Việt Nam, quy định hiện hành về vị trí pháp lý, phạm vi thẩm quyền của UBCKNN chưa đáp ứng được nguyên tắc của IOSCO yêu cầu cơ quan quản lý phải độc lập và có đủ quyền hạn thực hiện chức năng của mình. Xem xét kinh nghiệm quốc tế cho thấy, đa số các nước quy định UBCK có vị trí độc lập (121/128 quốc gia thành viên của IOSCO). Ví dụ, tại Trung Quốc, Ủy ban Giám sát và Quản lý Chứng khoán Trung Quốc là cơ quan ngang Bộ trực thuộc Chính phủ; Ủy ban chứng khoán và đầu tư Úc là cơ quan độc lập thuộc Chính phủ hoặc Ủy ban chứng khoán và giao dịch Hoa Kỳ là cơ quan thuộc Chính phủ Hoa Kỳ. Những nước còn lại có mô hình UBCK trực thuộc Bộ Tài chính cũng đều đảm bảo nguyên tắc độc lập và đủ thẩm quyền về những vấn đề liên quan đến thị trường vốn, không như mô hình hiện tại của Việt Nam¹⁴³.

2.5.2.2. Quy định về các biện pháp quản lý nhà nước đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán còn một số hạn chế, bất cập.

Thứ nhất, các thông tin yêu cầu báo cáo hiện nay liên quan đến hoạt động BLPHCK còn chung chung, gây khó khăn cho quá trình tổng hợp, phân tích, đánh giá để thực hiện chức năng giám sát từ phía cơ quan quản lý. Ví dụ, trong mẫu biểu báo cáo tài chính ban hành kèm theo Thông tư số 210/2014/TT-BTC chưa tách bạch các chỉ tiêu tài chính của hoạt động BLPHCK với hoạt động đại lý phát hành chứng khoán; chưa có hướng dẫn cụ thể về cách xác định chỉ tiêu chi phí hoạt động BLPHCK nói riêng và các hoạt động KDCK khác nói chung trong hệ thống tài khoản kế toán áp dụng cho CTCK; báo cáo quản trị rủi ro, báo cáo kiểm soát nội bộ chưa yêu cầu chi tiết đến từng nghiệp vụ, còn mang tính hình thức.

Thứ hai, việc quản lý, giám sát TTCK và các hoạt động trên thị trường đang được tổ chức theo từng nhóm đối tượng quản lý. Một đơn vị thuộc UBCKNN gần như đảm nhiệm hết các chức năng như xây dựng chính sách, văn bản pháp luật; cấp phép; quản lý; giám sát; thanh tra; thúc đẩy thị trường phát triển. Điều này có thể ảnh hưởng đến tính khách quan trong quá trình thực hiện hoạt động quản lý và giám sát của đơn vị đó. Mặt khác, dễ dẫn đến tình trạng chồng chéo về phạm vi hoạt động giữa các đơn vị với nhau. Có thể dẫn chứng trường hợp chồng chéo giữa Vụ quản lý chào

¹⁴³ Báo cáo thẩm tra dự án Luật Chứng khoán số 1401/BC-UBKT14 ngày 17/05/2019 của Ủy ban kinh tế.

bán chứng khoán và Vụ quản lý KDCK trong việc giám sát hoạt động của TCBL trong một đợt chào bán chứng khoán ra công chúng. Cụ thể: với tư cách một tổ chức KDCK, TCBL chịu sự giám sát của Vụ quản lý KDCK về việc tuân thủ các quy định liên quan đến hoạt động BLPHCK, như đã được cấp phép nghiệp vụ BLPHCK chưa, có vi phạm các trường hợp bị hạn chế BLPHCK không hoặc có đảm bảo tỷ lệ giới hạn theo quy định không. Trong khi đó, các quy định về điều kiện và hạn chế đề BLPHCK ra công chúng được coi là các quy định liên quan đến hoạt động chào bán ra công chúng, do vậy, cũng thuộc đối tượng giám sát của Vụ quản lý chào bán chứng khoán.

Bên cạnh đó, biện pháp giám sát hiện nay của cơ quan quản lý chủ yếu là phương pháp giám sát trên cơ sở tuân thủ, tập trung vào kiểm tra giao dịch với mục tiêu xác định tính chính xác trong các báo cáo tài chính, tính hợp pháp của kiểm soát nội bộ và đảm bảo tuân thủ các quy định pháp luật. Cách tiếp cận này hạn chế trong việc phân biệt các mức độ rủi ro trong các hoạt động của tổ chức trong khi tập trung quá nhiều vào tính chính xác của các con số với xu hướng phản ánh theo thời điểm đánh giá, chú trọng đến số lượng và nguyên nhân của vấn đề. Do vậy, các giải pháp đưa ra thường hướng tới việc làm giảm rủi ro thay vì quản lý rủi ro thông qua nhận, đo lường và theo dõi rủi ro. Việc thiết lập hệ thống và thực hiện quản trị rủi ro trong các CTCK theo yêu cầu tại Quyết định số 105/QĐ-UBCK đã được áp dụng từ năm 2014 nhưng chủ yếu vẫn mang tính hình thức để báo cáo cơ quan quản lý hơn là phục vụ quản trị rủi ro cho chính CTCK. Bộ chỉ tiêu CAMEL có thể giúp cho UBCKNN giám sát từng công ty, phát hiện vấn đề trong mỗi lĩnh vực hoạt động của CTCK. Tuy nhiên, UBCKNN chưa làm rõ được ý nghĩa phân loại cũng như biện pháp xử lý đối với các CTCK hoạt động yếu kém và tính chất can thiệp đối với các CTCK đạt được từng mức xếp hạng trong hệ thống CAMEL. Ngoài ra, đối với hoạt động của mình, các CTCK chịu rủi ro từ thị trường, bộ chỉ tiêu CAMEL chưa đánh giá được mức độ nhạy cảm với rủi ro thị trường, ảnh hưởng đến tính toàn diện trong kết quả đánh giá các CTCK.

Thứ ba, tính thiếu ổn định trong quy định về xử phạt vi phạm hành chính và bất cập trong việc xác định các hành vi vi phạm quy định về hoạt động BLPHCK.

Mặc dù tại Tờ trình Chính phủ về việc sửa đổi Nghị định số 156/2020/NĐ-CP của Bộ Tài chính đã đưa ra một số lý do cho việc sửa đổi văn bản mới ban hành này, song, không thể phủ nhận, một văn bản có giá trị pháp lý cao như nghị định bị sửa đổi gần như toàn bộ nội dung chỉ sau 01 năm thi hành đã thể hiện sự thiếu ổn định

của pháp luật. Tuy vậy, Nghị định số 128/2021/NĐ-CP được ban hành nhằm sửa đổi, bổ sung Nghị định 156/2020/NĐ-CP vẫn bộ lộ những hạn chế. Một số quy định về hành vi vi phạm pháp luật về hoạt động BLPHCK còn chồng chéo, chung chung và chưa đầy đủ trong khi chế tài xử phạt vẫn chưa đủ tính răn đe. Cụ thể như sau:

- Cùng một hành vi vi phạm bị áp dụng hai lần chế tài xử phạt. Ví dụ, tại Nghị định số 156/2020/NĐ-CP, hành vi vi phạm quy định về điều kiện, hạn chế BLPHCK được xác định là vi phạm quy định về thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng ở Việt Nam và bị xử phạt theo quy định tại Khoản 3 Điều 10 với mức phạt từ 150.000.000 đồng đến 200.000.000 đồng, đồng thời cũng được xác định là vi phạm quy định về hoạt động của CTCK và bị xử phạt theo quy định tại Khoản 3 Điều 26 với mức phạt từ 100.000.000 đồng đến 150.000.000 đồng.

- Quy định về hành vi không thực hiện BLPHCK ra công chúng tại điểm d khoản 5 Điều 10 quá chung chung và bất hợp lý. Bởi lẽ, đối với phương thức bảo lãnh với nỗ lực tối đa, việc xác định TCBL không thực hiện nghĩa vụ BLPHCK khó khả thi. Mặt khác, hành vi không thực hiện BLPHCK của TCBL cần phải xem xét tới yếu tố lỗi của các bên chủ thể trong quan hệ hợp đồng, chưa kể do nguyên nhân bất khả kháng.

- Một số hành vi vi phạm quy định về hoạt động BLPHCK chưa được quy định. Cụ thể như hành vi vi phạm quy định về việc sử dụng tiền đặt mua chứng khoán của NĐT mà TCBL quản lý trước khi chuyển giao lại cho TCPH; hành vi công bố thông tin về đợt chào bán chứng khoán cho NĐT không chính xác và đầy đủ, hành vi kí kết các hợp đồng BLPHCK dưới hình thức cam kết chắc chắn trong thời gian bị kiểm soát hoặc kiểm soát đặc biệt...

- Mức xử phạt hành chính đối với các hành vi vi phạm quy định về hoạt động BLPHCK còn khá nhẹ so với tính chất và mức độ hậu quả do hành vi vi phạm gây ra cũng như lợi ích “bất chính” mà CTCK thu được. Tiêu biểu là mức phạt tối đa chỉ 150.000.000 đồng cho trường hợp CTCK sử dụng thông tin sai lệch với thông tin Bản cáo bạch để thăm dò thị trường hoặc thực hiện phân phối chứng khoán không theo đúng quy định. Mặt khác, chưa có sự phân loại tính chất và mức độ hậu quả của hành vi vi phạm để xác định mức xử phạt tương ứng trong khi biên độ tiền phạt quá hẹp.

Kết luận chương 2

Thực trạng pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam được đánh giá dựa trên cấu trúc pháp luật về BLPHCK được xác định tại chương 1. Trên cơ sở phân tích các quy định hiện hành, thực tiễn thị trường và so sánh, đối chiếu với pháp luật một số quốc gia trên thế giới, đồng thời xem xét mức độ đáp ứng yêu cầu của các nguyên tắc pháp lý cơ bản trong quá trình xây dựng pháp luật, luận án đã làm rõ những ưu điểm cùng những bất cập, hạn chế của pháp luật về BLPHCK theo từng nhóm quy định.

Nhìn chung, từ kết quả nghiên cứu, nghiên cứu sinh đánh giá rằng:

- Pháp luật đã có những quy định cơ bản điều chỉnh hoạt động BLPHCK, tạo hành lang pháp lý cho các chủ thể thực hiện. Nội dung các quy định cho thấy sự cố gắng của các nhà làm luật theo hướng tiệm cận dần với thông lệ pháp luật quốc tế khi đặt ra các tiêu chí về chủ thể bảo lãnh, công nhận các phương thức bảo lãnh chủ yếu và đặt ra các giới hạn an toàn cho hoạt động này.

- Pháp luật về BLPHCK có tính “ổn định” cao so với các bộ phận pháp luật điều chỉnh các hoạt động KDCK khác nói riêng và hệ thống pháp luật chứng khoán và TTCK nói chung xét trong khoảng thời gian hơn 20 năm hoạt động của TTCK Việt Nam. Điều này thể hiện trên hai khía cạnh: (i) các quy định về BLPHCK đã được ban hành ít có sự sửa đổi nội dung và (ii) không có nhiều quy định mới về BLPHCK được ban hành bổ sung. Tuy nhiên, tính “ổn định” này không đồng nghĩa với việc pháp luật về BLPHCK đã hoàn thiện. Nghiên cứu sinh cho rằng, sở dĩ pháp luật về BLPHCK có “sức ỳ” như vậy chủ yếu xuất phát từ thái độ nhìn nhận của các chủ thể có liên quan. Các CTCK đã dần hình thành thói quen “đóng băng” hoạt động BLPHCK vì tính rủi ro cao và tập trung phát triển các hoạt động KDCK khác có khả năng mang lại lợi nhuận cao và dễ dàng hơn. Trong khi đó, các cơ quan quản lý chưa nhìn nhận đúng và toàn diện vai trò của BLPHCK dẫn đến chưa có sự quan tâm đúng mức. Qua phân tích có thể nhận thấy, những bất cập, hạn chế còn đang tồn tại trong pháp luật về BLPHCK. Một số nội dung quan trọng về BLPHCK chưa được pháp luật quy định (ví dụ: vấn đề hợp đồng đồng bảo lãnh) hoặc đã quy định nhưng không cụ thể (ví dụ: vấn đề tổ hợp bảo lãnh, các phương thức bảo lãnh, nội dung hoạt động bảo lãnh) hoặc quy định chưa hợp lý (ví dụ: điều kiện về chủ thể thực hiện bảo lãnh, hợp đồng bảo lãnh, giới hạn an toàn...). Nhiều quy định còn thể hiện sự mâu thuẫn, chồng chéo, không thống nhất.

Đánh giá tổng thể, pháp luật về BLPHCK chưa thực sự tạo được hành lang pháp lý đầy đủ, cụ thể và rõ ràng về nội dung để thúc đẩy hoạt động BLPHCK phát triển an toàn và hiệu quả. Việc giải quyết thực trạng này chính là yêu cầu đặt ra cho chương 3 của luận án.

Chương 3

ĐỊNH HƯỚNG VÀ GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

3.1. Những định hướng cơ bản nhằm hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam

3.1.1. Hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán cần đảm bảo phù hợp với chủ trương, định hướng của Đảng và Nhà nước về phát triển thị trường tài chính

Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ VII của Đảng đã thông qua Cương lĩnh xây dựng đất nước trong thời kì quá độ lên chủ nghĩa xã hội (bổ sung, phát triển năm 2011). Cương lĩnh đã đề ra định hướng lớn về phát triển kinh tế, theo đó, phát triển nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa với nhiều hình thức sở hữu, nhiều thành phần kinh tế, hình thức tổ chức kinh doanh và hình thức phân phối. Các thành phần kinh tế hoạt động theo pháp luật đều là bộ phận hợp thành quan trọng của nền kinh tế, bình đẳng trước pháp luật, cùng phát triển lâu dài, hợp tác và cạnh tranh lành mạnh. Các yếu tố thị trường được tạo lập đồng bộ, các loại thị trường thị trường từng bước được xây dựng, phát triển, vừa tuân theo quy luật của kinh tế thị trường, vừa bảo đảm tính định hướng xã hội chủ nghĩa. Xây dựng nền kinh tế độc lập, tự chủ, đồng thời chủ động tích cực hội nhập kinh tế quốc tế. Cụ thể hoá nội dung Cương lĩnh về vấn đề kinh tế, Đảng Cộng sản Việt Nam đã xây dựng Chiến lược phát triển kinh tế xã hội giai đoạn 2021-2030 với quan điểm lấy cải cách, nâng cao chất lượng thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa đầy đủ, đồng bộ, hiện đại, hội nhập và thực thi pháp luật hiệu lực, hiệu quả là điều kiện tiên quyết để thúc đẩy phát triển đất nước. Đảng đã xác định một trong những nhiệm vụ quan trọng để phát triển kinh tế xã hội là phải xây dựng và hoàn thiện nền tài chính quốc gia; cơ cấu lại, tăng cường giám sát và điều tiết thị trường tài chính. Đồng thời, tiếp tục rà soát, cơ cấu lại, nâng cao hiệu quả hoạt động các thị trường tài chính, chứng khoán, cổ phiếu, trái phiếu; quản lý chặt chẽ các tổ chức tham gia thị trường; bảo đảm tính thanh khoản cao và an toàn hệ thống. Nâng cao quy mô và hiệu quả hoạt động của TTCK để thực sự trở thành một kênh huy động vốn chủ yếu của nền kinh tế.

Đối với thị trường tài chính, trên cơ sở Chiến lược phát triển kinh tế xã hội, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 368/QĐ-TTg ngày 21/03/2022 phê duyệt Chiến lược tài chính đến năm 2030, xác định mục tiêu tổng quát là xây dựng nền tài chính quốc gia phát triển bền vững, hiện đại và hội nhập, góp phần thúc đẩy tăng

trường, tăng trưởng khả năng chống chịu của nền kinh tế, bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô và an ninh tài chính quốc gia. Trong đó, phải phát triển đồng bộ, minh bạch và bền vững thị trường tài chính và dịch vụ tài chính. Đặc biệt, đối với TTCK, Chính phủ đề ra mục tiêu phát triển ổn định, hoạt động an toàn, hiệu quả, có cơ cấu hợp lý, cân đối giữa thị trường tiền tệ với thị trường vốn, giữa thị trường cổ phiếu với thị trường trái phiếu và TTCK phái sinh. Đến năm 2025, quy mô vốn hoá thị trường cổ phiếu đạt 100% GDP, dự nợ thị trường trái phiếu đạt tối thiểu 47% GDP, trong đó dư nợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp đạt tối thiểu 20% GDP. Đến năm 2030, quy mô vốn hoá thị trường cổ phiếu đạt 120%, dư nợ thị trường trái phiếu đạt tối thiểu 58% GDP, trong đó dư nợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp đạt tối thiểu 25% GDP. Để đạt được mục tiêu phát triển đồng bộ, hiện đại, minh bạch và bền vững thị trường tài chính, Chính phủ đã xác định giải pháp hoàn thiện hệ thống pháp luật, cơ chế, chính sách, trọng tâm là TTCK, thị trường bảo hiểm và thị trường các dịch vụ tài chính. Giải pháp đối với TTCK yêu cầu việc hoàn thiện khung pháp lý cho TTCK phải phù hợp với trình độ phát triển kinh tế, tiếp cận các thông lệ, chuẩn mực quốc tế, mở rộng và kết nối với thị trường khu vực và quốc tế; tăng cường năng lực quản lý, giám sát của UBCKNN, năng lực cạnh tranh của các tổ chức trung gian tham gia TTCK để đảm bảo thị trường vận hành an toàn, minh bạch, nâng cao khả năng cạnh tranh và bảo vệ lợi ích NĐT; tăng cung hàng hóa và cải thiện chất lượng nguồn cung cho thị trường. Đối với thị trường cổ phiếu, khuyến khích các loại hình doanh nghiệp thực hiện IPO gắn với niêm yết, đăng ký giao dịch trên TTCK; đối với thị trường trái phiếu, tiếp tục phát triển trở thành kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế.

Như vậy, việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK cần phải bám sát chủ trương lớn của Đảng và Nhà nước về xây dựng một nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, trong đó phát triển thị trường tài chính đồng bộ, minh bạch và bền vững. Việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK cũng phải đảm bảo mục tiêu phát triển TTCK ổn định, hoạt động an toàn, hiệu quả, có cơ cấu hợp lý, cân đối giữa thị trường tiền tệ với thị trường vốn. Các giải pháp hoàn thiện pháp luật đưa ra phải phù hợp với trình độ phát triển kinh tế, tiếp cận các thông lệ, chuẩn mực quốc tế.

3.1.2. Hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán cần phù hợp với mục tiêu cơ cấu lại thị trường chứng khoán nói chung và các tổ chức kinh doanh chứng khoán nói riêng

Tái cấu trúc TTCK là một hướng đi mà các thị trường tài chính quốc tế đều phải

trải qua sau mỗi chu kỳ hưng thịnh và suy thoái. TTCK Việt Nam không phải ngoại lệ. Những ảnh hưởng nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 cùng với những hạn chế của một thị trường còn non trẻ, chưa phát triển về chiều sâu, thiếu tính ổn định, đã buộc TTCK Việt Nam phải trải qua quá trình tái cấu trúc toàn diện lần thứ nhất. Đề án tái cấu trúc TTCK đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt tại Quyết định số 1826/2012/QĐ-TTg, với mục tiêu từng bước nâng cao vai trò, vị trí của TTCK, phấn đấu tới năm 2020 trở thành kênh dẫn vốn trung và dài hạn chủ đạo của nền kinh tế, hỗ trợ tích cực cho thị trường tiền tệ trong quá trình tái cơ cấu các tổ chức tín dụng. Việc tái cấu trúc TTCK triển khai trên bốn trụ cột, bao gồm: tái cấu trúc cơ sở hàng hoá và sản phẩm dịch vụ, tái cấu trúc cơ sở NĐT, tái cấu trúc hệ thống các tổ chức KDCK và tái cấu trúc tổ chức thị trường. Trải qua 06 năm thực hiện, quá trình tái cấu trúc TTCK đã đạt được một số kết quả nhất định, rõ nét nhất là việc tái cấu trúc khá thành công các tổ chức KDCK, thanh lọc và làm giảm đáng kể các CTCK yếu kém trên thị trường. Tuy nhiên, việc tái cấu trúc ba trụ cột còn lại ít mang lại kết quả, hàng hoá trên thị trường còn đơn điệu, sản phẩm dịch vụ chưa đa dạng trong khi cơ sở NĐT vẫn chủ yếu là NĐT cá nhân, việc tái cấu trúc các sở giao dịch chứng khoán chậm trễ. Theo Báo cáo tóm tắt tổng quan thị trường tài chính năm 2018 của UBGSTQG, tỷ trọng cung ứng vốn từ thị trường vốn cho nền kinh tế tính theo giá trị phát hành thực tế trong năm 2018 mới chỉ chiếm 14% tổng cung ứng vốn (năm 2017 là 10,2%).

Thực hiện chủ trương phát triển cân bằng, đồng bộ thị trường tài chính, nâng cao hiệu quả hoạt động của TTCK của Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa XII tại Nghị quyết số 11-NQ/TW ngày 03/06/2017 về hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, trước thực trạng của TTCK, Chính phủ đã quyết định làm mới Đề án tái cấu trúc thông qua việc ban hành Đề án cơ cấu lại TTCK và thị trường bảo hiểm đến năm 2020, định hướng đến năm 2025 (ban hành kèm theo Quyết định số 242/QĐ-TTg ngày 28/02/2019). Đây có thể coi là lần tái cấu trúc thứ hai của TTCK Việt Nam. Đề án đã xác định mục tiêu chung của TTCK đến năm 2025 là tiếp tục cơ cấu lại toàn diện để TTCK trở thành kênh dẫn vốn trung và dài hạn quan trọng cho nền kinh tế. Mục tiêu này tiếp tục được khẳng định lại trong Nghị quyết số 54/NQ-CP ngày 12/04/2022 ban hành Chương trình hành động của Chính phủ thực hiện Nghị quyết của Quốc hội về Kế hoạch cơ cấu lại nền kinh tế giai đoạn 2021-2025. Theo đó, Chính phủ yêu cầu Bộ tài chính thực hiện các giải pháp nhằm cơ cấu lại và phát triển TTCK, mở rộng năng lực thị trường vốn, nâng cao tính công khai,

minh bạch và bảo vệ quyền, lợi ích hợp pháp của NĐT. Phấn đấu đến năm 2025, quy mô vốn hoá thị trường cổ phiếu đạt tối thiểu 85% GDP, dư nợ trái phiếu doanh nghiệp đạt 20% GDP. Trong lần tái cấu trúc thứ hai, ngoài bốn vấn đề trụ cột vẫn cần tiếp tục được xử lý cùng với những yêu cầu mới, Chính phủ tập trung thêm vào bốn nội dung quan trọng khác, bao gồm: hoàn thiện hệ thống pháp luật; nâng cao năng lực, quản lý giám sát và cưỡng chế thực thi; nâng hạng thị trường và tăng cường vai trò của các hội nghề nghiệp. Đối với việc cơ cấu lại các tổ chức KDCK, Đề án yêu cầu việc cơ cấu lại theo hướng lành mạnh hóa tình hình tài chính, nâng cao năng lực quản trị theo quy định pháp luật và nâng chỉ tiêu ATTC tăng 20% so với hiện tại.

Trên thực tế, vào cuối tháng 3/2022, quy mô thị trường vốn đã đạt 134,5% GDP năm 2021, trong đó quy mô vốn hóa thị trường cổ phiếu tương đương 93,8% GDP còn quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp đạt 14,2% GDP¹⁴⁴. Điều này cho thấy, sau thời gian thực hiện, quá trình tái cấu trúc TTCK lần thứ hai đã đạt được một số kết quả đáng ghi nhận. Tuy nhiên, sự phát triển quá nóng của TTCK, đặc biệt thị trường phát hành trái phiếu doanh nghiệp cũng bộc lộ nhiều rủi ro cho NĐT và có nguy cơ gây mất an ninh, an toàn nền tài chính quốc gia. Bên cạnh đó, những biến động mạnh của TTCK trong khoảng thời gian quý II/2022 cho thấy những bất ổn khá nghiêm trọng của TTCK Việt Nam với các hiện tượng thao túng giá ngày càng tinh vi cùng ý thức coi thường nghĩa vụ công bố thông tin của một bộ phận chủ thể trên thị trường. Điển hình là việc khởi tố ông Trịnh Văn Quyết -Chủ tịch Hội đồng quản trị của Công ty cổ phần Tập đoàn FLC cùng một số người có liên quan về hành vi “Thao túng TTCK” và “Che giấu thông tin trong hoạt động chứng khoán”. Cùng với đó là sự kiện ngày 06/05/2022, FLC công bố bổ sung 51 nghị quyết hội đồng quản trị về giao dịch giữa FLC với các bên liên quan trong giai đoạn từ 24/03/2020 đến 13/05/2021 kèm 326 trang tài liệu về các báo cáo tình hình quản trị năm 2020, 2021, cải chính số liệu trong các báo cáo tài chính liên quan. Theo quy định, đây đều là những thông tin cần phải công bố trong vòng 24 giờ nhưng FLC không thực hiện. Hoặc quyết định của UBCKNN huỷ bỏ 09 đợt chào bán trái phiếu từ tháng 7/2021 đến tháng 3/2022 với tổng giá trị 10.030 tỷ đồng của 04 Công ty liên quan đến Tập đoàn Tân Hoàng Minh do có hành vi công bố thông tin sai sự thật, che giấu thông tin

¹⁴⁴ Theo Báo cáo tổng quan đánh giá tình hình thị trường vốn năm 2021, các tháng đầu năm 2022 và định hướng phát triển để huy động vốn cho nền kinh tế của Bộ Tài chính tại Hội nghị Phát triển thị trường vốn an toàn, minh bạch, hiệu quả nhằm ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo các cân đối lớn của nền kinh tế, ngày 22/04/2022.

trong hoạt động phát hành trái phiếu; cùng với đó là quyết định khởi tố các cá nhân có liên quan. Việc siết chặt kỉ cương thị trường thông qua khởi tố, bắt giam một số cá nhân vi phạm trên TTCK và thị trường trái phiếu doanh nghiệp, mặc dù đã gây nên những ảnh hưởng ngắn hạn tiêu cực đến thị trường, nhưng là việc làm cần thiết, thể hiện quyết tâm của các cơ quan quản lý trong việc làm trong sạch, lành mạnh thị trường, lấy lại niềm tin nơi NĐT. Bên cạnh đó, Bộ Tài chính cũng chỉ đạo UBCKNN đẩy mạnh công tác thanh tra, kiểm tra các công ty đại chúng, tổ chức niêm yết, các CTCK cung cấp dịch vụ, tiếp tục triển khai Đề án cơ cấu lại TTCK theo đúng lộ trình và quy định pháp luật.

Như vậy, có thể nhận thấy, việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK phải được xem xét trên cơ sở các mục tiêu của việc tái cơ cấu TTCK nói chung và các CTCK nói riêng. Các kiến nghị, giải pháp đưa ra nhằm hoàn thiện pháp luật về BLPHCK cần theo hướng nâng cao năng lực cạnh tranh, lành mạnh hóa tình hình tài chính và nâng cao chỉ tiêu ATTC của các CTCK, đảm bảo an toàn hệ thống và ổn định cho thị trường.

3.1.3. Hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán cần đáp ứng nhu cầu hội nhập quốc tế trên cơ sở đánh giá đúng, đầy đủ về thực trạng thị trường tài chính Việt Nam hiện nay

Việt Nam đã chính thức gia nhập WTO vào năm 2007 với những cam kết cụ thể cho các ngành, các lĩnh vực, trong đó có TTCK trong việc mở cửa thị trường theo lộ trình đã cam kết. Ngày 12/11/2018, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết về việc phê chuẩn Hiệp định Đối tác toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP), chính thức có hiệu lực đối với Việt Nam từ ngày 14/01/2019. So với WTO, CPTPP có mức độ cam kết cao hơn về các dịch vụ tài chính, trong đó có cam kết dành quy chế đối xử quốc gia cho các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài đối với một số dịch vụ như xử lý dữ liệu tài chính qua biên giới, dịch vụ tư vấn và các dịch vụ phụ trợ qua biên giới liên quan tới giao dịch tài khoản tự doanh hoặc tài khoản của khách hàng, mở cửa dịch vụ quản lý danh mục đầu tư qua biên giới.... Bên cạnh đó, Việt Nam cũng đã tham gia vào các cơ chế hợp tác khác, đòi hỏi cam kết mở cửa thị trường dịch vụ chứng khoán hoặc đặt ra các yêu cầu đối với cơ quan quản lý TTCK. Trước hết phải kể đến cơ chế hợp tác trong khuôn khổ hợp tác tài chính ASEAN với mục tiêu xây dựng một hệ thống hội nhập tài chính khu vực được tích hợp tốt và hoạt động trôi chảy, trong đó gắn kết các thị trường vốn với nhau và đạt được sự tự do hoá luồng vốn trước năm 2025. Bên cạnh đó, UBCKNN còn tham gia vào các sáng kiến

của Diễn đàn Các thị trường vốn ASEAN (ACMF). Mục tiêu hướng tới của ACMF là hài hoà hoá các quy định, chuẩn mực của các nước trong khu vực về bốn nội dung: công bố thông tin; quy tắc phân phối chứng khoán; tuân thủ nguyên tắc kế toán, kiểm toán theo chuẩn mực quốc tế khi chuẩn bị báo cáo tài chính và công nhận lẫn nhau đối với các bằng cấp của người hành nghề chứng khoán chuyên nghiệp. Quá trình hội nhập này đòi hỏi Việt Nam cần nhanh chóng xây dựng hành lang pháp lý đáp ứng các chuẩn mực quản lý thị trường vốn theo thông lệ quốc tế. Tiếp theo là trách nhiệm của Việt Nam trong khuôn khổ hợp tác IOSCO mà trọng tâm là thực hiện Bộ các nguyên tắc trong quản lý TTCK nhằm đạt được ba mục tiêu quan trọng trong quản lý TTCK, bao gồm: bảo vệ NĐT; đảm bảo thị trường công bằng, hiệu quả và minh bạch; và giảm rủi ro hệ thống. Mặc dù Bộ nguyên tắc IOSCO không mang tính áp dụng bắt buộc đối với các thành viên nhưng việc tuân thủ các nguyên tắc giúp TTCK Việt Nam tiệm cận đến các chuẩn mực quốc tế đã được công nhận.

Cần nhìn nhận rằng, hội nhập nền kinh tế Việt Nam nói chung và lĩnh vực tài chính nói riêng với khu vực và thế giới là một xu thế tất yếu. Trong tiến trình hội nhập đó, bên cạnh những cơ hội, Việt Nam còn gặp phải nhiều thách thức. Áp lực cạnh tranh, rủi ro hệ thống và sự bất ổn của thị trường là những vấn đề cơ quan quản lý cần phải đối mặt. Số liệu báo cáo của Bộ Tài chính về kết quả cung ứng vốn cho nền kinh tế của thị trường vốn trong năm 2021 và những tháng đầu năm 2022 cho thấy, thị trường tài chính Việt Nam ngày càng phát triển theo hướng cân bằng giữa thị trường vốn và thị trường tiền tệ. Qui mô thị trường vốn Việt Nam đang dần bắt kịp với các nước trong khu vực với tăng trưởng bình quân 28,5%/năm giai đoạn 2016-2021. Tuy vậy, tăng trưởng về qui mô của TTCK Việt Nam được các chuyên gia đánh giá quá nhanh so với tốc độ tăng trưởng kinh tế trong điều kiện các thể chế trên thị trường chưa phát triển tương ứng, dẫn đến thiếu ổn định, chưa thật sự bền vững và phát triển về chất lượng, khả năng chống chịu kém trước những diễn biến khó lường của tình hình biến động kinh tế, chính trị trong nước và quốc tế. Hệ thống các CTCK cũng đang tồn tại nhiều vấn đề cần cải thiện, ví dụ như năng lực tài chính và qui mô hoạt động còn hạn hẹp; hoạt động nghiệp vụ phát triển không đồng đều, tập trung quá nhiều vào dịch vụ môi giới và cho vay margin tiềm ẩn nhiều rủi ro; một số dịch vụ phức tạp, đòi hỏi chuyên môn cao như BLPHCH hoặc quản lý danh mục đầu tư chưa thực sự phát triển; năng lực quản trị còn hạn chế; nguồn nhân lực còn thiếu và yếu.

Có thể nói, đáp ứng yêu cầu hội nhập là yêu cầu bắt buộc của việc hoàn thiện pháp về BLPHCK nhưng phải được xem xét trên cơ sở thực trạng thị trường tài chính

Việt Nam. Việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK nói riêng và pháp luật về KDCK nói chung cần hướng đến mục tiêu mở rộng qui mô và nâng cao năng lực tài chính, năng lực quản trị cho các CTCK, chuyên môn hoá hoạt động cung ứng dịch vụ, tạo điều kiện phát triển các hoạt động hỗ trợ thị trường phát hành và thúc đẩy sự ra đời các định chế lớn để tăng sức cạnh tranh.

3.1.4. Hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán cần đảm bảo tính an toàn hệ thống và tính ổn định của thị trường, đồng thời đảm bảo hài hòa lợi ích của các bên liên quan

Trong Chiến lược phát triển thị trường tài chính đến năm 2030, Chính phủ đã xác định mục tiêu hàng đầu trong phát triển TTCK là đảm bảo tính ổn định và an toàn. Do vậy, việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK không chỉ hướng tới đảm bảo nguyên tắc tự do kinh doanh cho các chủ thể trên thị trường mà cần đồng thời tuân thủ nguyên tắc an toàn hệ thống. Việc chú trọng quá mức đến mục tiêu phát triển, xem nhẹ yếu tố an toàn tất yếu sẽ dẫn đến sự mất ổn định của thị trường. Sự cố tắc lệnh, nghẽn giao dịch vì hệ thống quá tải xảy ra vào năm 2021 trên HOSE làm nhiều NĐT bị thiệt hại nặng nề, TTCK Việt Nam bị hạ tín nhiệm khi xếp hạng, NĐT nước ngoài lo sợ rút vốn; hay sự tăng trưởng quá nhanh của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong các năm 2019, 2020, 2021 nhằm đạt mục tiêu đề ra trong điều kiện hành lang pháp lý lỏng lẻo, năng lực quản lý, giám sát của cơ quan quản lý còn hạn chế đã tạo cơ hội cho nhiều hàng hoá không đảm bảo chất lượng được đưa ra thị trường, có nguy cơ gây thiệt hại lớn cho NĐT là những bài học đắt giá. Hoạt động BLPHCK luôn tiềm ẩn nhiều rủi ro cho CTCK nên cần thiết phải đặt ra các giới hạn và điều kiện, đồng thời chịu sự can thiệp của cơ quan quản lý. Tuy vậy, vấn đề quan trọng trong quá trình hoàn thiện pháp luật về BLPHCK là phải xác định được phạm vi và mức độ can thiệp hợp lý của cơ quan quản lý để đảm bảo an toàn cho hoạt động của các CTCK nhưng cũng không được xâm phạm quyền tự do kinh doanh của CTCK.

Ngoài ra, xung đột lợi ích luôn tồn tại trong mối quan hệ giữa ba chủ thể liên quan đến hoạt động BLPHCK, gồm CTCK (TCBL), TCPH và NĐT, trong đó TCPH ở thế yếu hơn so với CTCK còn NĐT ở thế yếu hơn so với cả CTCK và TCPH. Việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK cần phải giải quyết được mối xung đột này, bảo đảm hài hòa lợi ích cho các bên, đặc biệt cần chú trọng bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp cho các NĐT.

3.2. Các giải pháp chủ yếu nhằm hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam

3.2.1. Hoàn thiện quy định về chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

3.2.1.1. Thay đổi cách thức quy định về điều kiện vốn điều lệ tối thiểu của công ty chứng khoán đồng thời sửa đổi quy định về mức vốn điều lệ tối thiểu để thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán theo hướng tăng cao, đảm bảo phù hợp với yêu cầu của thực tiễn

Luật chứng khoán mới ban hành được đánh giá có nhiều điểm tiến bộ. Đa số các tiêu chí, điều kiện pháp lý liên quan đến năng lực tài chính áp dụng cho các chủ thể trên thị trường được điều chỉnh theo hướng nâng cao, phù hợp với qui mô và trình độ phát triển của thị trường. Tuy nhiên, cách thức quy định điều kiện về vốn điều lệ tối thiểu đối với các hoạt động KDCK nói chung và mức vốn điều lệ tối thiểu của từng hoạt động KDCK nói riêng vẫn được giữ nguyên, thậm chí điều chỉnh giảm (hoạt động tự doanh). Khó có thể tìm ra được lí do hợp lý để giải thích cho sự chậm thay đổi này của các nhà làm luật. Ngay trong Tờ trình số 186/TTr-CP, Chính phủ còn đưa ra đánh giá “*hệ thống các tổ chức KDCK, tổ chức cung cấp dịch vụ chứng khoán đã có sự phát triển cả về năng lực chuyên môn nghiệp vụ và năng lực tài chính...*”. Do vậy, kiến nghị phải sửa đổi nội dung này như sau:

Một là, kiến nghị thay đổi cách thức quy định về điều kiện vốn điều lệ tối thiểu của CTCK theo hướng chỉ quy định mức vốn điều lệ tối thiểu chung. Đáp ứng mức vốn này, CTCK được phép thực hiện các hoạt động KDCK, bao gồm tự doanh, môi giới, tư vấn đầu tư và BLPHCK. Một mặt, đảm bảo sự bình đẳng giữa các chủ thể kinh doanh trên thị trường khi cùng thực hiện các hoạt động kinh doanh có tính chất rủi ro tương tự nhau. Mặt khác, là biện pháp đẩy nhanh quá trình thanh lọc các CTCK yếu kém đang còn tồn tại trên thị trường trong bối cảnh nhu cầu thực tiễn không còn cần thiết áp dụng cách thức quy định này. Hiện nay, theo số liệu được tổng hợp tại Phụ lục 2, hầu như các CTCK đều xin cấp phép thực hiện ít nhất từ 03 nghiệp vụ KDCK trở lên (79/83 công ty), trong khi số lượng CTCK chỉ đăng kí thực hiện một hoặc hai nghiệp vụ rất ít (4/83 công ty). Xem xét báo cáo tài chính của các CTCK không thực hiện đầy đủ bốn nghiệp vụ KDCK trong 03 năm gần đây cho thấy, đa số các công ty đều hoạt động cầm chừng hoặc chỉ tồn tại nhằm mục đích duy trì giấy phép. Việc quy định mức vốn điều lệ tối thiểu chung tạo sức ép, buộc các CTCK này phải thực hiện tái cấu trúc theo hướng nâng cao năng lực tài chính phát triển hoạt

động kinh doanh hoặc giải thể, chấm dứt sự tồn tại.

Hai là, đề xuất tăng mức vốn điều lệ tối thiểu đối với nghiệp vụ BLPHCK nói riêng và các nghiệp vụ KDCK khác nói chung. Điều này không chỉ phù hợp với năng lực thực có của các chủ thể kinh doanh trên thị trường mà còn đáp ứng được nhu cầu của các chủ thể sử dụng – các TCPH chứng khoán. Ngoài ra, việc tăng vốn điều lệ tối thiểu nêu trên còn giúp các CTCK Việt Nam tiệm cận dần với quy mô và năng lực tài chính của các CTCK khác trong khu vực, nâng cao năng lực cạnh tranh.

Để xác định được mức điều chỉnh tăng vốn điều lệ tối thiểu hợp lý cho nghiệp vụ BLPHCK, các nhà quản lý cần dựa vào một số cơ sở chính sau:

- Cần xem xét tình hình vốn điều lệ hiện tại của các CTCK được cấp phép thực hiện nghiệp vụ BLPHCK nhằm đánh giá khả năng đáp ứng và mức độ ảnh hưởng đến chủ thể này.
- Cần xem xét mức độ nhu cầu của thị trường phát hành chứng khoán đối với dịch vụ BLPHCK trong điều kiện ngày càng có sự chuyển biến tích cực theo hướng tăng cường vai trò của TTCK, giảm bớt sự phụ thuộc vào thị trường tiền tệ.
- Phải đặt trong mối tương quan với chủ trương xây dựng mô hình ngân hàng đầu tư tại Việt Nam trong thời gian tới để tránh việc quy định chồng chéo giữa hai mô hình chủ thể cùng thực hiện một hoạt động KDCK.

Theo số liệu được tổng hợp (Phụ lục 2), tính đến ngày 31/12/2021, trong tổng số 57 CTCK được cấp phép thực hiện nghiệp vụ BLPHCK có đến 91% công ty có vốn điều lệ từ 500 tỷ đồng trở lên, 68% công ty có vốn điều lệ từ 1000 tỷ đồng trở lên và 18% công ty có vốn điều lệ lớn hơn 3000 tỷ đồng. Điều này cho thấy mức độ sẵn sàng và khả năng đáp ứng của các CTCK trong trường hợp pháp luật có sự điều chỉnh tăng vốn điều lệ tối thiểu đối với nghiệp vụ bảo lãnh phát hành nói riêng và các nghiệp vụ KDCK khác nói chung. Thực tế phát sinh vấn đề là, Nghị định số 155/2020/NĐ-CP quy định về mức vốn điều lệ tối thiểu cho các hoạt động KDCK mới được ban hành và có hiệu lực từ 01/01/2021. Việc sửa đổi quy định về vốn điều lệ tối thiểu nêu trên khó có thể thực hiện trong thời gian sớm.

3.2.1.2. Xây dựng khung pháp lý cho mô hình ngân hàng đầu tư tại Việt Nam nhằm chuyên nghiệp hóa hoạt động kinh doanh chứng khoán nói chung và hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán nói riêng

Về cơ bản, ngân hàng đầu tư thực chất là CTCK nhưng ở mức độ phát triển cao hơn, chuyên sâu hơn. Các nghiệp vụ chính của ngân hàng đầu tư bao gồm: nghiệp vụ ngân hàng đầu tư (Investment Banking – cung cấp các dịch vụ bảo lãnh phát hành

chứng khoán, tư vấn tài chính doanh nghiệp, tư vấn M&A...), nghiệp vụ đầu tư (Sales & Trading), nghiệp vụ nghiên cứu (Research), nghiệp vụ ngân hàng bán buôn (Merchant Banking), nghiệp vụ quản lý đầu tư (Investment Management), nghiệp vụ nhà môi giới chính (Prime Brokerage). Trong đó, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư được coi là cốt lõi. So với CTCK, ngân hàng đầu tư chủ yếu thực hiện các nghiệp vụ phức tạp, đòi hỏi cao về quy mô vốn, đội ngũ nhân sự, mạng lưới khách hàng, kinh nghiệm thị trường. Việc hình thành ngân hàng đầu tư được coi là xu hướng tất yếu trong tiến trình phát triển của TTCK khi mô hình CTCK chưa đủ sức đáp ứng được nhu cầu thị trường.

Hiện nay, tại Việt Nam, phát hành chứng khoán đã trở thành kênh huy động vốn không thể thiếu của các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Những đợt phát hành chứng khoán với quy mô lớn hoặc phát hành ra thị trường quốc tế đòi hỏi sự đồng hành của các TCBL phát hành, tổ chức tư vấn có năng lực tài chính, uy tín và nhiều kinh nghiệm. Có như vậy mới đủ khả năng bảo lãnh lượng lớn cổ phiếu phát hành và tạo sức hấp dẫn, sự tin tưởng cho các NĐT trên thị trường trong nước và quốc tế. Mặc dù đa số CTCK đang hoạt động trên thị trường có quy mô vốn chủ sở hữu cao hơn rất nhiều so với quy định của pháp luật về mức vốn điều lệ tối thiểu. Tuy nhiên, việc BLPHCK cho những đợt chào bán chứng khoán có giá trị lớn trên thị trường vẫn đang là bài toán khó có khả năng đáp ứng, ngay cả với các CTCK hàng đầu. Năm 2021 diễn ra nhiều đợt chào bán chứng khoán ra công chúng lớn, ví dụ như đợt chào bán cổ phiếu của Ngân hàng TMCP Sài Gòn Hà Nội với tổng giá trị chào bán hơn 6.739 tỷ đồng, Ngân hàng TMCP Sài Gòn chào bán 5.000 tỷ đồng cổ phiếu, Công ty cổ phần Tập đoàn địa ốc Nova chào bán cổ phiếu có giá trị hơn 4.597 tỷ đồng hoặc đợt chào bán trái phiếu trị giá 5.000 tỷ đồng của Ngân hàng TMCP Công Thương. Trong khi đó, số lượng CTCK có vốn chủ sở hữu trên 5.000 tỷ đồng không nhiều (07 công ty) và mức vốn chủ sở hữu cao nhất chỉ là 13.886 tỷ đồng (CTCK SSI). Các CTCK không thể mạo hiểm tiến hành BLPHCK cho những đợt phát hành có giá trị cao như trên. Việc liên kết thành lập tổ hợp bảo lãnh phát hành lại chưa có nhiều tiền lệ. Mặt khác, xem xét báo cáo tài chính năm 2021 của các công ty này cho thấy hầu như nguồn vốn được sử dụng cho dịch vụ giao dịch ký quỹ vì mang lại nhiều doanh thu. Chưa kể, xét về uy tín và kinh nghiệm trong lĩnh vực BLPHCK, rất ít CTCK đáp ứng được. Từ ngày thành lập TTCK cho đến nay và ngay trong giai đoạn pháp luật quy định bắt buộc việc chào bán cổ phiếu phải có sự tham gia của TCBL phát hành, phải thừa nhận rằng, hoạt động BLPHCK chưa phát triển. Các CTCK tham gia chủ yếu

với vai trò là đại lý phát hành và tổ chức tư vấn. Năm 2020, không có hoạt động BLPHCK nào được thực hiện trong tổng số 36 đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng. Năm 2021, chỉ duy nhất đợt chào bán của Công ty cổ phần Tập đoàn Tư vấn đầu tư xây dựng Kiên Giang có sự tham gia của TCBL phát hành trong tổng số 89 đợt chào bán được tiến hành. Nguyên nhân phần lớn xuất phát từ tâm lý e dè của các CTCK với loại hình hoạt động tiềm ẩn nhiều rủi ro này. Các công ty càng ít thực hiện hoạt động càng ít kinh nghiệm và dẫn đến không tạo lập được uy tín trên thị trường. Đây là vòng luẩn quẩn buộc các cơ quan quản lý phải cùng tháo gỡ. Hiện nay, một số doanh nghiệp lớn của Việt Nam đang có kế hoạch chào bán cổ phần ra công chúng trên thị trường quốc tế, ví dụ như VinGroup đang xem xét chào bán cổ phần lần đầu ra công chúng tại Mỹ với Vinfast để huy động khoảng 2 tỷ USD¹⁴⁵, hoặc Bamboo Airways có kế hoạch phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng tại Mỹ với mục tiêu huy động vốn khoảng 200 triệu USD. Với thực trạng năng lực của TCBL lãnh như trên, các doanh nghiệp chào bán chứng khoán này rất khó có thể lựa chọn được tổ chức đáp ứng được nhu cầu. Các ngân hàng thương mại với lợi thế về nguồn vốn, uy tín, kinh nghiệm có thể là lựa chọn nhưng các nhà làm luật Việt Nam không cho phép các tổ chức này được phép trực tiếp KDCK, nhằm đảm bảo an toàn cho hệ thống tín dụng.

Từ thực trạng trên, có thể nhận thấy, thị trường phát hành Việt Nam cần một mô hình CTCK phát triển ở cấp độ ngân hàng đầu tư, có quy mô vốn lớn, đội ngũ nhân sự giàu kinh nghiệm, mạng lưới khách hàng rộng khắp, chuyên thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư. Việc một số CTCK lớn như SSI, SBS, VCSC đang có định hướng phát triển theo mô hình ngân hàng đầu tư hoặc tập trung phát triển hoạt động ngân hàng đầu tư là một lợi thế để áp dụng mô hình này tại Việt Nam trong thời gian tới. Mô hình ngân hàng đầu tư sẽ tồn tại song song với mô hình CTCK, cùng thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành nhưng mỗi mô hình phục vụ cho một phân khúc khách hàng khác nhau. Khi TTCK Việt Nam phát triển đến mức độ nhất định, đòi hỏi sự chuyên môn hóa cao, hoạt động BLPHCK sẽ chủ yếu do ngân hàng đầu tư thực hiện trong khi CTCK tập trung cung cấp dịch vụ môi giới cho khách hàng cá nhân. Điều này cũng phù hợp với tiến trình phát triển TTCK của các nước trên thế giới.

Việc nghiên cứu và áp dụng mô hình ngân hàng đầu tư là cần thiết song bất

¹⁴⁵ Xem tại <https://baoquocte.vn/vinfast-du-kien-chao-ban-co-phieu-lan-dau-ra-cong-chung-tai-my-142095.html> (Ngày truy cập: 05/07/2021).

buộc phải đảm bảo yếu tố an toàn cho hệ thống tín dụng và TTCK đồng thời phù hợp với các điều kiện riêng của Việt Nam. Các nhà làm luật cần xây dựng hành lang pháp lý rõ ràng và riêng biệt, trong đó phải bao gồm các nội dung quy định cụ thể sau:

- Quy định về tên gọi: nhà làm luật nên sử dụng tên gọi khác thay cho tên gọi “ngân hàng đầu tư” để tránh gây nhầm lẫn về nguồn luật áp dụng là pháp luật ngân hàng thay vì pháp luật về chứng khoán.

- Quy định về điều kiện thành lập, cơ cấu tổ chức, cơ chế hoạt động, trong đó đặc biệt cần xác định điều kiện về qui mô vốn điều lệ và số lượng nhân sự hành nghề tối thiểu phải cao hơn hẳn so với quy định về mô hình công ty chứng khoán hiện hành.

- Quy định về cơ chế đảm bảo an toàn, quản trị rủi ro và cơ chế quản lý, giám sát có tính đến các đặc thù, đặc biệt là mức độ và qui mô rủi ro của mô hình này có thể gây ra cho thị trường chứng khoán. Quy định hạn chế sự tham gia trực tiếp của ngân hàng thương mại vào hoạt động KDCK nên được tiếp tục duy trì để đảm bảo an toàn cho hệ thống tín dụng.

- Quy định về điều kiện, trình tự thủ tục để CTCK đang hoạt động chuyển đổi hình thức hoạt động sang mô hình ngân hàng đầu tư.

Tóm lại, để việc áp dụng mô hình ngân hàng đầu tư được thành công, các nhà quản lý cần phải xây dựng được lộ trình rõ ràng trên cơ sở đánh giá được các thuận lợi và khó khăn của thị trường Việt Nam, tham khảo kinh nghiệm của các nước trên thế giới, đặc biệt là những nước có cùng điều kiện kinh tế như Việt Nam.

3.2.2. Hoàn thiện quy định về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán và các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán

3.2.2.1. Hoàn thiện quy định về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán

Như đã phân tích tại Chương 2, các quy định hiện hành điều chỉnh hoạt động BLPHCK còn khá sơ sài, đặc biệt liên quan đến nội dung nghiệp vụ BLPHCK. Về vấn đề này, chúng tôi đề xuất một số kiến nghị sau:

Một là, xem xét ban hành một văn bản quy phạm pháp luật riêng điều chỉnh hoạt động BLPHCK với nội dung cơ bản sau:

- Về phạm vi điều chỉnh: quy định về hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán của công ty chứng khoán tại Việt Nam

- Về đối tượng áp dụng: các công ty chứng khoán được cấp phép thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán và các tổ chức, cá nhân có liên quan đến

hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.

- Về nội dung điều chỉnh: quy định cụ thể các hoạt động thuộc nội dung nghiệp vụ BLPHCK, quy trình thực hiện nghiệp vụ BLPHCK và các vấn đề liên quan khác của hoạt động BLPHCK như phương thức bảo lãnh, tổ hợp bảo lãnh, hợp đồng BLPHCK, hợp đồng đồng BLPHCK, trách nhiệm của TCBL và các hạn chế, giới hạn cần tuân thủ trong quá trình thực hiện nghiệp vụ.

Tóm lại, văn bản này sẽ cụ thể hóa những quy định hiện hành về BLPHCK vẫn đang được ghi nhận một cách chung chung tại Nghị định số 155/2020/NĐ-CP và Thông tư 121/2020/TT-BTC, đồng thời bổ sung những nội dung cần thiết còn bị bỏ trống. Đây sẽ là cơ sở pháp lý quan trọng nhằm cung cấp một cái nhìn tổng thể, đầy đủ và rõ ràng về hoạt động BLPHCK, giúp các CTCK triển khai thực hiện được dễ dàng, đảm bảo tuân thủ các quy định của pháp luật.

Hai là, cần ghi nhận trách nhiệm thẩm định thông tin trong hồ sơ chào bán chứng khoán ra công chúng của TCBL và phân định rõ ràng với trách nhiệm của các tổ chức liên quan khác như tổ chức kiểm toán, luật sư. Việc sử dụng vai trò người gác cổng của TCBL như một công cụ quản lý gián tiếp hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng là xu hướng phát triển tất yếu của TTCK, đặc biệt trong điều kiện thị trường quản lý hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng bằng cơ chế công bố thông tin. Tại Việt Nam, trong Chiến lược phát triển TTCK Việt Nam giai đoạn 2011-2020 ban hành kèm theo Quyết định số 252/QĐ-TTg ngày 01/03/2012, Chính phủ cũng đã xác định giải pháp chuẩn hóa các quy định về điều kiện chào bán chứng khoán ra công chúng theo thông lệ quốc tế theo hướng từng bước đơn giản hóa thủ tục đăng ký chào bán bằng cách chuyển từ cơ chế theo chất lượng sang cơ chế dựa trên công bố thông tin đầy đủ. Do vậy, việc nghiên cứu và ghi nhận vai trò người gác cổng của TCBL là cần thiết trong điều kiện thị trường phát hành ngày càng phát triển và mức độ “tinh vi” của TCPH ngày càng cao. Một mặt, đó là tấm lá chắn để bảo vệ quyền lợi chính đáng cho các NĐT trên thị trường. Mặt khác, nâng cao hiệu quả quản lý của cơ quan quản lý nhà nước, tạo động lực, thúc đẩy sự phát triển của hoạt động BLPHCK.

Để tạo động lực thúc đẩy TCBL hoàn thành vai trò người gác cổng, cần phải áp đặt trách nhiệm lên họ, một trong số đó là trách nhiệm bồi thường thiệt hại cho NĐT. Nhà làm luật Việt Nam có thể tham khảo quy định của thị trường Mỹ về vấn đề này. Với việc áp đặt trách nhiệm pháp lý nghiêm ngặt nhưng vẫn tạo cơ hội bào chữa cho TCBL không chỉ đảm bảo công bằng cho các TCBL mà còn tránh bỏ lọt “tội phạm

tinh vi” là các TCPH. Bên cạnh đó, việc TCBL phải chịu trách nhiệm liên quan đến phần chuyên môn của những người gác cổng khác như tổ chức kiểm toán, luật sư là cần thiết để gia tăng mức độ cẩn trọng của TCBL, giúp quyền lợi của NĐT được bảo vệ tốt hơn. Hiện nay, vấn đề trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng đã được Bộ luật dân sự 2015 điều chỉnh nhưng chỉ mang tính nguyên tắc. Việc quy định trách nhiệm pháp lý của TCBL có những đặc thù riêng, cần được cụ thể hóa trong văn bản pháp lý có giá trị cao như luật chứng khoán để tạo cơ sở pháp lý vững chắc bảo vệ quyền lợi cho NĐT trên thị trường cũng như tạo sức răn đe lớn cho TCBL và những người gác cổng khác.

Ba là, kiến nghị cho phép TCBL sử dụng phương pháp dựng sổ để xác định giá chứng khoán chào bán, đồng thời bổ sung quy định cụ thể về việc xác định giá chào bán chứng khoán chính thức của đợt phát hành. Hiện nay, pháp luật về cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước đã có riêng một văn bản quy định chi tiết về phương pháp dựng sổ (Thông số số 21/2019/TT-BTC ngày 11/04/2019 hướng dẫn việc bán cổ phần lần đầu và chuyển nhượng vốn nhà nước theo phương thức dựng sổ), trong khi pháp luật chứng khoán đang bỏ trống nội dung này. Mặc dù còn nhiều tranh luận về mặt trái của phương thức dựng sổ nhưng không thể phủ nhận, đây vẫn được coi là phương thức hiệu quả và thông dụng nhất hiện nay để xác định giá chứng khoán chào bán. Trong một nghiên cứu chuyên sâu so sánh hai phương pháp dựng sổ và đấu giá, nhóm tác giả Kuntara, Nikhil và Thomas đã nhận thấy, theo thời gian, phương pháp đấu giá được sử dụng ở nhiều quốc gia khác nhau nhưng hầu như tất cả các quốc gia này đều từ bỏ chúng khi phương pháp dựng sổ được cho phép áp dụng. Cho đến nay, Israel là quốc gia duy nhất mà đấu giá là phương pháp định giá chính các đợt IPO trong điều kiện việc dựng sổ không được cho phép thực hiện.¹⁴⁶ Việc sớm cho phép áp dụng phương pháp dựng sổ là cần thiết cho các chủ thể trên TTCK Việt Nam. Đối với TCBL, phương pháp dựng sổ được ví như công cụ hữu hiệu giúp họ nắm bắt kịp thời cung cầu thị trường, từ đó kiểm soát trực tiếp việc phân bổ cổ phiếu, giảm rủi ro bảo lãnh phát hành, giúp TCBL tự tin hơn để phát triển hoạt động BLPHCK. Về phía TCPH, thay vì “tự mình bốc thuốc” như hiện nay trong khi không có đủ kiến thức lẫn kinh nghiệm, việc định giá chào bán sẽ dựa trên nhu cầu của thị trường, giảm rủi ro định giá quá cao hoặc quá thấp, tăng tỷ lệ thành công của đợt phát hành. Phương pháp

¹⁴⁶ Kuntara Pukthuanthong, Nikhil P. Varaiya & Thomas J. Walker, (2007), *Bookbuilding versus Auction Selling Methods: A Study of US IPOs*, Venture Capital, Vol.9, No.4, tr.313.

dụng sở còn tạo cơ hội cho các NĐT trên thị trường truyền tải thông điệp về mức giá kì vọng đối với chứng khoán chào bán tới TCPH, giảm thiểu rủi ro đầu tư mua giá cao. Tuy nhiên, vấn đề nào cũng có tính hai mặt. Sự tham gia kiểm soát quá sâu vào quá trình phân bổ cổ phiếu của TCBL là hạn chế lớn nhất của phương pháp dụng sở, có thể dẫn đến tình trạng “can thiệp vượt mức cho phép” thông qua việc lựa chọn những NĐT “không thích hợp” để phân bổ chứng khoán hoặc định giá thấp để “giữ chân” những NĐT thân quen như phân tích tâm lý của tác giả Penghua đã trình bày ở mục 1.1.6. Do vậy, theo quan điểm của nghiên cứu sinh, vẫn nên tiếp tục cho phép tồn tại song hành cả phương pháp đấu giá để tăng cơ hội lựa chọn cho các TCPH. Phương pháp đấu giá sẽ giảm thiểu vai trò quan trọng của TCBL vì việc phân bổ chứng khoán phụ thuộc vào cung cầu chứ không phụ thuộc vào bất kì mối quan hệ nào trước đây giữa TCBL và khách hàng của họ.

Liên quan đến việc xác định giá chào bán chứng khoán, pháp luật về chào bán chứng khoán ra công chúng cũng cần bổ sung quy định cụ thể về thời điểm phải chốt giá chào bán chính thức của TCPH. Nhà làm luật mới chỉ đề cập đến nội dung thông tin về ngày phát hành và giá bán chứng khoán trong bản cáo bạch trước khi được UBCKNN chấp thuận chào bán là thông tin dự kiến (Điều 25 Luật Chứng khoán). Quy định về thời điểm và thủ tục để TCPH thông báo cho UBCKNN về giá chào bán chính thức đang hoàn toàn bị bỏ trống. Về vấn đề này, nhà làm luật Việt Nam có thể tham khảo pháp luật Mỹ. Luật pháp Mỹ quy định rất cụ thể và rõ ràng. Theo đó, sau khi SEC (Ủy ban chứng khoán Hoa Kỳ) kí tắt vào tuyên bố đăng ký, TCBL và TCPH thống nhất về ngày và giờ bắt đầu bán cổ phiếu cho công chúng và yêu cầu SEC tuyên bố đăng ký chào bán có hiệu lực vào ngày và giờ đó. Vào đêm trước ngày có hiệu lực, TCBL và TCPH thống nhất về giá chào bán chính thức và hoàn tất thông tin trong tuyên bố đăng ký. Sáng ngày hôm sau, tuyên bố đăng ký có hiệu lực, hai bên chính thức thực hiện thỏa thuận bảo lãnh phát hành¹⁴⁷.

Bốn là, hoàn thiện quy định về trình tự thủ tục chào bán chứng khoán ra công chúng theo hướng tạo cơ sở pháp lý rõ ràng, cụ thể và hợp lý cho các chủ thể triển khai thực hiện. Trước hết, nhà làm luật cần quy định rõ thời hạn TCBL phải thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh mua lại chứng khoán và chuyển tiền thanh toán cho TCPH đối với phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn và dự phòng. Tiếp theo, cần sửa đổi quy

¹⁴⁷ William K. Sjostrom, Jr, (2006), *The Due Diligence Defense Under Section 11 of The Securities Act of 1933*, Brandeis Law Journal, Vol 44, tr.11.

định về căn cứ tính thời điểm bắt đầu phân phối chứng khoán để có cách hiểu thống nhất và rõ ràng, tránh tình trạng mơ hồ, khó xác định như hiện nay. Thay vì căn cứ dấu hiệu “đảm bảo NĐT tiếp cận bản cáo bạch”, nhà làm luật nên quy định việc phân phối chứng khoán chỉ được thực hiện sau khi TCPH đã thực hiện việc công bố Bản cáo bạch trong hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng tại tất cả các địa điểm ghi trong Bản thông báo phát hành. Đồng thời, quy định rõ cách hiểu về hoàn thành việc phân phối chứng khoán, làm cơ sở xác định việc tuân thủ thời hạn 90 ngày phân phối chứng khoán. Để bảo vệ quyền lợi cho NĐT đăng ký mua chứng khoán, trách nhiệm của TCBL trong thời gian quản lý tiền mua chứng khoán do NĐT nộp cũng cần được quy định cụ thể. Yêu cầu TCBL không được sử dụng số tiền đó vào bất kỳ mục đích nào trong thời gian quản lý và phải chuyển vào tài khoản phong tỏa của TCPH trong thời hạn nhất định. Đối với trường hợp chào bán thêm cổ phần cho cổ đông hiện hữu của công ty đại chúng, bổ sung quyền của TCBL được nhận thông báo của VSD về kết quả đăng ký mua cổ phần của cổ đông hiện hữu, tạo điều kiện thuận lợi cho TCBL thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh của mình.

Năm là, từng bước nới lỏng điều kiện cho phép TCBL thực hiện các hoạt động hỗ trợ sau phát hành, qua đó cung cấp thêm công cụ giúp TCBL tự tin phát triển hoạt động BLPH đồng thời giúp chứng khoán chào bán giao dịch thành công trên thị trường thứ cấp. Trước hết, cùng với việc áp dụng phương pháp dựng sổ trong xác định giá chào bán chứng khoán, nhà làm luật cần ban hành quy định cho phép TCBL được phân bổ vượt mức và sử dụng quyền chọn phân bổ vượt mức. Về phía TCBL, quy định này giúp họ giảm thiểu rủi ro hàng tồn kho và tạo thêm nguồn thu từ chênh lệch giá bên cạnh phí bảo lãnh. Về phía TCPH, họ có cơ hội huy động được thêm một lượng vốn nhất định phục vụ cho hoạt động kinh doanh mà không phải mất thời gian thực hiện các thủ tục phức tạp, đồng thời góp phần bình ổn giá chứng khoán sau phát hành. Việc phân bổ vượt mức cũng gia tăng cơ hội đầu tư cho NĐT, tăng tính sôi động cho thị trường thứ cấp. Để hạn chế những tiêu cực có thể phát sinh trong quá trình thực hiện phân bổ vượt mức, tạo điều kiện thuận lợi cho các chủ thể thực hiện, nghiên cứu sinh đề xuất ban hành một văn bản pháp lý điều chỉnh nội dung này như cách thị trường Trung Quốc đang áp dụng. Văn bản này cần ghi nhận những vấn đề cơ bản sau:

- Điều kiện đối với TCPH cần được đại hội đồng cổ đông thông qua về việc thực hiện phân bổ vượt mức và kế hoạch sử dụng vốn huy động trong việc phát hành thêm này.

- Điều kiện đối với TCBL về quy trình nghiệp vụ nội bộ, quy trình kiểm soát và nhân sự thực hiện

- Loại chứng khoán và số lượng chứng khoán tối đa được phân bổ vượt mức.

- Thỏa thuận về phân bổ vượt mức phải được hai bên ghi nhận trong hợp đồng BLPHCK và phải được công bố trong bản cáo bạch.

- Quy trình mở tài khoản để quản lý chứng khoán phân bổ và tiền đặt mua của NĐT đối với phần chứng khoán vượt mức trong đó quy định rõ trách nhiệm của từng tổ chức liên quan như Sở GDCK, VSD, TCBL, TCPH, các thành viên lưu ký

- Điều kiện đối với NĐT đăng ký mua chứng khoán vượt mức, thời hạn phân bổ vượt mức và thời hạn thực hiện quyền phân bổ vượt mức.

- Trách nhiệm của TCBL thông báo rõ cho NĐT về chứng khoán chào bán là chứng khoán thuộc phần phân bổ vượt mức, thanh toán tiền mua trước và nhận chứng khoán sau.

- Ghi nhận quyền của TCBL được lựa chọn mua chứng khoán trên thị trường thứ cấp hoặc yêu cầu TCPH thực hiện quyền phân bổ vượt mức hoặc đồng thời thực hiện cả hai để bù lại vị thế bán.

- Nghĩa vụ của TCBL và TCPH về chuyển giao chứng khoán cho NĐT, công bố thông tin về kết quả thực hiện quyền chọn phân bổ và số lượng chứng khoán sau khi phát hành thêm.

Ngoài ra, nhà làm luật cần tạo cơ chế thuận lợi cho TCBL triển khai thực hiện hoạt động tạo lập thị trường trong đó nội dung quan trọng nhất là cho phép TCBL được thực hiện bán khống đối với chứng khoán chào bán ra công chúng là cổ phiếu và chứng chỉ quỹ đầu tư. Quy định này rất cần thiết, là công cụ bắt buộc phải có để TCBL thực hiện được các hoạt động hỗ trợ TCPH sau phát hành. UBCKNN cũng cần sớm ban hành quy chế hướng dẫn giao dịch bán khống theo quy định tại Thông tư 120/2020/TT-BTC để các chủ thể có thể triển khai trên thực tế. Vắn biết bán khống là một trong những hoạt động tiềm ẩn rủi ro rất lớn, song, những ích lợi mà bán khống mang lại thực sự cần thiết cho thị trường. Bán khống không chỉ là nhu cầu của NĐT muốn có thêm cơ hội kiếm lợi nhuận, đặc biệt NĐT nước ngoài, mà còn là mong muốn của các CTCK muốn gia tăng doanh thu môi giới và tự doanh, có thêm công cụ giảm thiểu rủi ro cho nghiệp vụ BLPHCK, của các TCPH cần tạo lập thanh khoản cho chứng khoán. Trong thời gian vừa qua, khá nhiều giao dịch bán khống “trá hình” đã được thực hiện trên thị trường dưới dạng tự vay mượn chứng khoán giữa những NĐT với nhau hoặc giữa CTCK với khách hàng. Đây là hệ quả tất yếu của việc cấm

cản trước nhu cầu thực tế phát sinh. Thay vào đó, nhà làm luật nên cho phép thực hiện kèm theo cơ chế kiểm soát và chế tài xử phạt nghiêm minh.

3.2.2.2. Hoàn thiện quy định về các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán và quy định về tổ hợp bảo lãnh

Một là, cần sửa đổi một số quy định về các phương thức BLPHCK đảm bảo sự thống nhất của pháp luật. Theo đó, phương thức bảo lãnh nỗ lực tối đa cần được định nghĩa lại theo hướng quy về bản chất nghiệp vụ thực sự là đại lý phân phối chứng khoán thay vì cách định nghĩa hiện hành dễ gây tranh cãi và khó phân định. Nhà làm luật Việt Nam có thể tham khảo cách thức quy định của pháp luật Trung Quốc khi ghi nhận về phương thức này là “*chỉ thay mặt TCPH bán chứng khoán và sẽ trả lại số chứng khoán chưa bán hết vào cuối thời hạn bảo lãnh*”.¹⁴⁸ Việc sử dụng tên gọi cho từng phương thức BLPHCK cũng nên theo thông lệ các nước tạo điều kiện thuận lợi cho các bên trong quá trình áp dụng. Nghị định số 155/2020/NĐ-CP cần bổ sung quy định hướng dẫn về việc này tạo sự thống nhất giữa các văn bản pháp luật, tránh tình trạng không rõ ràng như hiện nay.

Hai là, cần quy định cụ thể về tổ hợp bảo lãnh, đặc biệt về vai trò và trách nhiệm của TCBL chính đối với tổ hợp và TCPH. Xuất phát từ ưu thế của tổ hợp bảo lãnh như đã phân tích tại mục 1.1.4. cũng như thực tiễn trên TTCK Việt Nam, nơi mà giá trị từng đợt chào bán chứng khoán ra công chúng thường vượt quá năng lực BLPHCK của một CTCK, nhu cầu liên kết giữa các CTCK để thực hiện nghiệp vụ BLPHCK tất yếu phát sinh. Do vậy, những vấn đề liên quan đến tổ hợp bảo lãnh được quy định cụ thể sẽ tạo cơ sở pháp lý rõ ràng giúp các chủ thể tự tin triển khai thực hiện, đảm bảo tính tuân thủ pháp luật. Theo quan điểm của chúng tôi, nên quy định sâu về quy trình và kỹ thuật nghiệp vụ nhằm mục đích quan trọng hướng dẫn các TCBL thực hiện trong điều kiện hoạt động BLPHCK chưa thật sự phát triển ở Việt Nam, năng lực các TCBL còn hạn chế và chưa có nhiều kinh nghiệm. Chúng tôi đề xuất một số nội dung cơ bản như sau:

- Về cấu trúc tổ hợp bảo lãnh: gồm một TCBL chính và các TCBL thành viên
- Về hình thức pháp lý: tổ hợp bảo lãnh được hình thành trên cơ sở Hợp đồng đồng bảo lãnh, được kí kết bằng văn bản giữa các TCBL. Về hình thức, hợp đồng phải bằng văn bản. Về nội dung, phải bao gồm những điều khoản tối thiểu theo quy định của pháp luật. Chúng tôi sẽ đề cập sâu vấn đề này trong mục 4.2.3 của luận án.

¹⁴⁸ Luật Chứng khoán của nước Cộng hòa nhân dân Trung Hoa, Điều 26.

- Về trách nhiệm của TCBL chính đối với TCPH và NĐT: trên cơ sở ủy quyền của các thành viên tổ hợp bảo lãnh, TCBL chính đại diện cho tổ hợp bảo lãnh kí kết Hợp đồng BLPHCK với TCPH và chịu trách nhiệm về toàn bộ hoạt động của tổ hợp bảo lãnh. Ở đây, trách nhiệm của TCBL chính nên quy định là trách nhiệm liên đới và riêng rẽ. Có nghĩa rằng, TCBL chính phải chịu trách nhiệm trước TCPH và NĐT nếu có thành viên trong tổ hợp bảo lãnh vi phạm cam kết hoặc nghĩa vụ. Sau khi hoàn thành nghĩa vụ với bên có quyền, TCBL chính có quyền quay lại đòi thành viên vi phạm phải hoàn trả lại mình phần nghĩa vụ tương ứng đã thực hiện thay cho họ. Sở dĩ cần áp đặt trách nhiệm nghiêm ngặt với TCBL chính bởi hai lí do: 1) xuất phát từ vị trí, vai trò của TCBL chính và 2) bảo vệ lợi ích của TCPH và NĐT trên thị trường.

- Về quy trình thành lập và hoạt động của tổ hợp bảo lãnh: cần quy định rõ từ khâu TCBL chính tiếp cận TCPH để xem xét, phân tích tính khả thi của đợt chào bán; tìm kiếm các thành viên của tổ hợp bảo lãnh; đàm phán và kí kết Hợp đồng đồng bảo lãnh trong đó quy định cụ thể trách nhiệm của từng thành viên và tỷ lệ hưởng phí bảo lãnh; đại diện kí hợp đồng BLPHCK với TCPH; tổ chức thực hiện; các bước phối kết hợp trong việc nhận/chuyển giao tiền mua chứng khoán và chứng khoán giữa TCBL chính và các thành viên; giải thể tổ hợp bảo lãnh.

Những nội dung liên quan đến tổ hợp bảo lãnh nêu trên nên được quy định tập trung trong văn bản pháp lý riêng quy định về hoạt động BLPHCK như kiến nghị nêu tại mục 3.3.2.1.

3.2.3. Hoàn thiện quy định về hình thức pháp lý của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

3.2.3.1. Hoàn thiện quy định về hợp đồng đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán

Việc hoàn thiện quy định về tổ hợp bảo lãnh như kiến nghị đã trình bày tại mục 3.2.2.2 tạo cơ sở pháp lý cho việc thành lập và hoạt động của tổ hợp bảo lãnh. Những quy định này đóng vai trò là nền tảng, xác định quyền và nghĩa vụ pháp lý cho các TCBL đàm phán, thỏa thuận những nội dung cơ bản của hợp đồng thành lập tổ hợp bảo lãnh, đồng thời là cơ sở giải quyết tranh chấp sau này (nếu có). Việc hoàn thiện quy định về hợp đồng giữa các TCBL cũng là một phần thuộc nội dung hoàn thiện pháp luật về tổ hợp bảo lãnh. Với thực trạng pháp luật hiện hành như đã phân tích tại mục 2.3, chúng tôi đề xuất cần tập trung hoàn thiện quy định về hợp đồng giữa các TCBL gồm hai vấn đề cơ bản sau:

Thứ nhất, về hình thức của hợp đồng, đề xuất bổ sung quy định yêu cầu rõ hợp đồng giữa các TCBL phải được lập thành văn bản, đảm bảo cơ sở pháp lý vững chắc

cho các bên thực hiện và tuân thủ.

Thứ hai, về nội dung của hợp đồng, đề xuất quy định nội dung tối thiểu của hợp đồng theo hướng liệt kê các điều khoản cơ bản, đồng thời UBCKNN nên ban hành mẫu biểu mang tính hướng dẫn và tham khảo như cách SEC đã làm ở thị trường chứng khoán Mỹ. Theo quan điểm của nghiên cứu sinh, nội dung hợp đồng giữa các TCBL tối thiểu gồm các điều khoản cơ bản sau:

a) Thông tin về các bên chủ thể: tên, địa chỉ, mã số doanh nghiệp, người đại diện ký hợp đồng (họ tên, chức vụ, giấy ủy quyền - đối với trường hợp người ký không phải là người đại diện theo pháp luật).

b) Thông tin về chứng khoán dự kiến nhận bảo lãnh phát hành: tên, loại, mệnh giá, tổng số chứng khoán dự kiến chào bán, phương thức chào bán, thời gian dự kiến chào bán, giá chào bán dự kiến.

c) Cấu trúc tổ hợp bảo lãnh: phân định rõ các nhóm thành viên và từng thành viên thuộc nhóm

d) Phương thức bảo lãnh và phạm vi cam kết BLPHCK của từng thành viên

e) Quy trình phối kết hợp thực hiện cam kết bảo lãnh mua chứng khoán

f) Phân bổ phí bảo lãnh giữa các thành viên, thời hạn và phương thức thanh toán

g) Quyền hạn, nghĩa vụ của từng loại thành viên

h) Trách nhiệm do vi phạm hợp đồng

i) Phương án xử lý và trách nhiệm của mỗi bên trong trường hợp đột chào bán bị hủy bỏ

j) Giải quyết tranh chấp

k) Hiệu lực thi hành

Điều khoản đặc biệt quan trọng trong hợp đồng giữa các TCBL là nội dung về quyền hạn, trách nhiệm của TCBL chính. Các bên cần thỏa thuận rõ trong hợp đồng việc ủy quyền cho TCBL chính được đại diện cho tổ hợp bảo lãnh đứng ra đàm phán và ký kết hợp đồng BLPHCK với TCPH. Phạm vi ủy quyền nên được mở rộng để TCBL chính có được sự linh hoạt cần thiết trong quá trình đàm phán với TCPH nhưng cũng đảm bảo không vượt quá khả năng đáp ứng của các thành viên trong tổ hợp. Ví dụ như vấn đề phương thức bảo lãnh phụ thuộc phần lớn vào khả năng chịu đựng rủi ro của các thành viên nên cần được các bên xác định rõ ngay trong hợp đồng giữa các TCBL thay vì ủy quyền để TCBL chính quyết định. Nội dung về giá chào bán chứng khoán, giá chiết khấu hoặc phí bảo lãnh và các điều khoản khác trong hợp đồng

BLPHCK, TCBL chính có thể được ủy quyền quyết định trong quá trình thỏa thuận với TCPH.

3.2.3.2. Hoàn thiện quy định về hợp đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán

Cần nhìn nhận rằng, BLPHCK là hoạt động còn khá mới mẻ với nhiều CTCK mặc dù thị trường đã trải qua hơn hai mươi năm hoạt động. Những quy định không rõ ràng, chưa đầy đủ hoặc mâu thuẫn, chồng chéo là một trong những nguyên nhân cản trở sự phát triển của hoạt động này, tạo hành lang pháp lý chưa đủ vững chắc để các chủ thể yên tâm thực hiện. Khi xảy ra tranh chấp, mâu thuẫn trong quá trình thực hiện hợp đồng, quyền lợi chính đáng của chủ thể bị vi phạm không được bảo vệ một cách hợp lý. Do vậy, việc hoàn thiện pháp luật về hợp đồng dịch vụ BLPHCK phát hành là vô cùng cần thiết. Nghiên cứu sinh kiến nghị một số nội dung sau:

Thứ nhất, thay việc sử dụng tên gọi “cam kết BLPHCK” bằng “hợp đồng BLPHCK” hoặc “thỏa thuận BLPHCK” để thể hiện đúng bản chất của một giao dịch thương mại và phù hợp với thông lệ quốc tế.

Thứ hai, áp dụng cách thức quy định về các nội dung tối thiểu của hợp đồng BLPHCK theo cách đang sử dụng cho hợp đồng bảo hiểm và thỏa thuận tín dụng.¹⁴⁹ Pháp luật không ban hành mẫu biểu mang tính bắt buộc áp dụng như hiện nay mà chỉ quy định các điều khoản tối thiểu cần có của hợp đồng, đảm bảo tính đầy đủ nhưng không quá cụ thể, chi tiết để các chủ thể có sự linh hoạt nhất định trong quá trình đàm phán, kí kết hợp đồng. Theo quan điểm của nghiên cứu sinh, hợp đồng BLPHCK cần có những nội dung tối thiểu sau:

a) Thông tin về hai bên chủ thể: tên, địa chỉ, mã số doanh nghiệp, người đại diện kí hợp đồng;

b) Thông tin về chứng khoán được bảo lãnh: tên, loại, mệnh giá, tổng số chứng khoán dự kiến chào bán, phương thức chào bán, thời gian dự kiến chào bán, giá chào bán dự kiến;

c) Nội dung cam kết bảo lãnh: phương thức bảo lãnh, tổng số lượng chứng khoán nhận bảo lãnh và số lượng chứng khoán nhận bảo lãnh của từng TCBL (nếu thành lập tổ hợp), giá chiết khấu hoặc giá bán cho TCBL;

d) Phân phối chứng khoán: thời gian phân phối dự kiến, thời gian dự kiến đăng ký và nộp tiền mua chứng khoán, thời gian chuyển giao chứng khoán cho NĐT;

¹⁴⁹ Pháp luật bảo hiểm và pháp luật ngân hàng không ban hành mẫu biểu mà chỉ quy định những nội dung tối thiểu phải có trong Hợp đồng bảo hiểm (Điều 13 Luật kinh doanh bảo hiểm 2000) và Thỏa thuận cho vay (Điều 23 Thông tư số 39/2016/TT-NHNN ngày 30/12/2016).

- e) Thực hiện cam kết bảo lãnh: trách nhiệm của mỗi bên trong việc phối hợp để xác định kết quả chào bán và số lượng chứng khoán thực tế TCBL phải mua, tổng số tiền mua, thời hạn và phương thức thanh toán tiền, thời hạn chuyển giao chứng khoán;
- f) Phí bảo lãnh: cách tính phí bảo lãnh, thời hạn thanh toán, phương thức thanh toán;
- g) Quyền và nghĩa vụ của mỗi bên;
- h) Trách nhiệm do vi phạm hợp đồng;
- i) Phương án xử lý và trách nhiệm của mỗi bên trong trường hợp đợt chào bán bị hủy bỏ;
- k) Giải quyết tranh chấp;
- l) Hiệu lực thi hành.

Thực trạng hoạt động BLPHCK ở Việt Nam cho thấy, cho đến nay, hoạt động này chưa thật sự phát triển tương xứng với vai trò của nó. Một phần nguyên nhân xuất phát từ năng lực và kinh nghiệm của đội ngũ các CTCK trong bối cảnh pháp luật hiện hành về hoạt động này còn khá sơ sài. Do vậy, UBCKNN vẫn cần thiết phải ban hành mẫu hợp đồng BLPHCK để hướng dẫn các chủ thể trên thị trường nhưng chỉ nên dừng ở mức độ tham khảo, tránh tạo sự cứng nhắc trong giao dịch thương mại đòi hỏi sự tự do nhất định. Mẫu biểu hợp đồng nên được xây dựng thành ba loại khác nhau, tương ứng với từng phương thức bảo lãnh phát hành vì mỗi phương thức có đặc thù riêng về cách thức thực hiện, quyền và nghĩa vụ của mỗi bên. Ngay như TTCK Mỹ được coi là một trong những thị trường có hoạt động bảo lãnh phát hành lâu đời và phát triển nhất, cho đến nay, Ủy ban chứng khoán Mỹ (SEC) cũng vẫn công bố các mẫu hợp đồng BLPHCK theo từng phương thức trên trang thông tin điện tử để hướng dẫn các chủ thể.

3.2.4. Hoàn thiện quy định về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

3.2.4.1. Cần bổ sung quy định yêu cầu công ty chứng khoán phải ban hành quy định nội bộ về hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Khi quyết định thực hiện BLPHCK theo phương thức cam kết chắc chắn hoặc dự phòng cho một đợt chào bán, đồng nghĩa với việc CTCK chấp nhận quyết định đầu tư vào chứng khoán đó. Sự khác biệt so với chứng khoán đầu tư của hoạt động tự doanh nằm ở chỗ, số lượng và giá trị chứng khoán đầu tư trong hoạt động BLPHCK thường lớn nhưng không thể xác định cụ thể ngay từ đầu mà phụ thuộc vào kết quả phân phối chứng khoán. Mặt khác, việc mua chứng khoán này là nghĩa vụ của CTCK.

CTCK không có quyền điều chỉnh, hủy bỏ, tạm dừng trong quá trình thực hiện. Chính vì vậy, các vấn đề liên quan đến tiêu chí lựa chọn khách hàng, nguyên tắc đánh giá, xác định mức độ rủi ro, thẩm quyền quyết định BLPHCK, việc phân tán rủi ro và giới hạn an toàn ... cần phải được làm rõ trong nội bộ CTCK.

Để nâng cao hiệu quả quản lý hoạt động BLPHCK từ phía CTCK, đồng thời giúp cho việc kiểm soát tốt hơn từ phía cơ quan quản lý, nghiên cứu sinh đề xuất bổ sung quy định về trách nhiệm của CTCK phải ban hành quy định nội bộ về hoạt động BLPHCK với tối thiểu các nội dung sau:

- Tiêu chí xác định một khách hàng, chính sách BLPHCK đối với một khách hàng, nguyên tắc phân cấp, ủy quyền việc quyết định thực hiện BLPHCK đối với một khách hàng;
- Quy định về hạn mức BLPHCK đối với một khách hàng và tổng hạn mức BLPHCK đối với các khách hàng; quy định việc tuân thủ các hạn chế đầu tư của công ty và quy trình xử lý trong trường hợp vi phạm;
- Nguyên tắc thẩm định, xác định mức độ rủi ro BLPHCK theo từng phương thức bảo lãnh; quy định về phân tán rủi ro bảo lãnh bằng phương thức thành lập tổ hợp bảo lãnh;
- Nguyên tắc tuân thủ đạo đức nghề nghiệp và các hạn chế liên quan đến giao dịch chứng khoán được bảo lãnh áp dụng đối với đội ngũ quản trị, điều hành và các nhân viên nghiệp vụ;
- Quy định quy trình nghiệp vụ, quy trình kiểm soát nội và quy trình quản trị rủi ro của hoạt động BLPHCK.

Trách nhiệm ban hành quy định nội bộ trong hoạt động BLPHCK cần phải được nhìn nhận là một nguyên tắc hoạt động nghiệp vụ của CTCK và phải được ghi nhận trong văn bản có giá trị pháp lý cao là Luật Chứng khoán. Riêng đối với các quy trình nghiệp vụ, với tư cách là cơ quan quản lý chuyên ngành, đề nghị UBCKNN ban hành nội dung hướng dẫn cụ thể, tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình xây dựng hệ thống quy trình nghiệp vụ của các CTCK, đảm bảo tuân thủ các quy định của pháp luật, tránh tình trạng ban hành mang tính đối phó như hiện nay.

3.2.4.2. Cần hoàn thiện quy định về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán theo hướng mở rộng phạm vi áp dụng để kiểm soát đầy đủ và hiệu quả các rủi ro

Kiến nghị nhằm xây dựng một “hành lang biên giới” về phòng chống rủi ro, đảm bảo an toàn cho các chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK. Nội dung cụ thể của

kiến nghị như sau:

Thứ nhất, nhà làm luật cần nhìn nhận BLPHCK dưới góc độ là một hoạt động KDCK khi đặt ra các giới hạn an toàn, từ đó quy định về điều kiện thực hiện BLPHCK nói chung thay vì chỉ quy định điều kiện thực hiện BLPHCK ra công chúng như hiện nay. Theo quan điểm của nghiên cứu sinh, việc phân tách điều kiện thực hiện BLPHCK theo phương thức chào bán chứng khoán không cần thiết, bởi trong cùng điều kiện về chứng khoán bảo lãnh, mức độ rủi ro cao nhất mà CTCK phải gánh chịu giữa BLPHCK ra công chúng và BLPHCK riêng lẻ như nhau. CTCK muốn thực hiện BLPHCK đều cần phải đáp ứng các điều kiện về giấy phép, chỉ tiêu ATTC và mức độ độc lập trong mối quan hệ TCPH mà không phụ thuộc vào phương thức chào bán chứng khoán.

Thứ hai, cần nhìn nhận lại mức độ rủi ro của phương thức bảo lãnh dự phòng để xây dựng giới hạn an toàn phù hợp. Theo đó, các quy định về hạn chế BLPHCK và giới hạn tỷ lệ an toàn đang áp dụng cho phương thức bảo lãnh cam kết chắc chắn, cần được mở rộng cho phương thức bảo lãnh dự phòng. Kiến nghị xuất phát từ hai lý do chính: một là, mức độ rủi ro cao nhất của phương thức dự phòng và phương thức cam kết chắc chắn đối với TCBL như nhau; hai là, với việc ghi nhận quyền ưu tiên mua cổ phần của cổ đông hiện hữu, phương thức bảo lãnh dự phòng sẽ là phương thức được các CTCK thường xuyên sử dụng, do vậy, cần thiết phải đặt ra các hạn chế, giới hạn để đảm bảo an toàn.

3.2.5. Hoàn thiện các quy định về quản lý nhà nước đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

3.2.5.1. Cần xác lập lại vị trí, nhiệm vụ quyền hạn của UBCKNN để nâng cao hiệu quả hoạt động quản lý, phù hợp với thông lệ thế giới và các nguyên tắc của IOSCO

Khi xây dựng dự thảo Luật Chứng khoán có hai luồng ý kiến khác nhau về mô hình tổ chức của UBCKNN. Luồng ý kiến thứ nhất cho rằng UBCKNN cần độc lập, trực thuộc Chính phủ để khắc phục những bất cập hiện nay, giảm bớt các khâu trung gian, đề cao trách nhiệm, nâng cao hiệu quả quản lý của UBCKNN, phù hợp với kinh nghiệm và thông lệ quốc tế. Còn theo luồng ý kiến thứ hai, để đảm bảo ổn định, UBCKNN trước mắt vẫn trực thuộc Bộ Tài chính, tuy nhiên cần tăng thẩm quyền quản lý nhà nước và bảo đảm tính độc lập trong hoạt động. Với quan điểm thận trọng, đặt tính ổn định của thị trường lên hàng đầu, Quốc hội đã nhất trí lựa chọn mô hình thứ hai. Tuy vậy, theo quan điểm của nghiên cứu sinh, chỉ khi ở vị trí là cơ quan độc

lập, trực thuộc Chính Phủ, UBCKNN mới có đủ điều kiện để thực hiện hiệu quả chức năng quản lý nhà nước về chứng khoán và TTCK, trong đó có hoạt động BLPHCK. Quan điểm này xuất phát từ một số lí do cơ bản sau:

Thứ nhất, đảm bảo cung cấp cho UBCKNN đủ thẩm quyền để thực hiện việc quản lý và giám sát TTCK một cách hiệu quả. Với tư cách là cơ quan ngang bộ, UBCKNN sẽ có quyền chủ động ban hành các văn bản quy phạm pháp luật về chứng khoán và TTCK. Đây là các văn bản quy định chi tiết các điều khoản của luật và các nghị định, tạo cơ sở pháp lý rõ ràng và cụ thể cho hoạt động của các chủ thể trên thị trường đồng thời giúp công tác giám sát và quản lý của UBCKNN được dễ dàng hơn. Đối với hoạt động BLPHCK, thẩm quyền ban hành văn bản pháp luật của UBCKNN có ý nghĩa đặc biệt quan trọng trong điều kiện pháp luật hiện hành điều chỉnh hoạt động BLPHCK còn khá sơ sài và chung chung, thiếu các quy định cụ thể, mang tính hướng dẫn. Ngoài ra, sự độc lập trong vị trí pháp lý còn giúp UBCKNN được chủ động đưa ra các quyết định xử lý kịp thời trước những biến động nhanh và nhạy của TTCK, thay vì chủ yếu bị giới hạn trong trách nhiệm báo cáo cơ quan cấp trên quyết định như hiện nay. Biến động của TTCK Việt Nam liên quan đến sự bùng nổ của trái phiếu doanh nghiệp trong khoảng thời gian từ năm 2016 đến đầu năm 2022 dẫn đến nhiều hệ lụy càng cho thấy hạn chế về thẩm quyền của UBCKNN ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động quản lý. Sự kiện hủy 9 đợt phát hành trái phiếu riêng lẻ liên quan đến vụ án của Tập đoàn Tân Hoàng Minh cùng sự chỉ đạo quá cụ thể, chi tiết của Bộ Tài chính trong Chỉ thị 01/CT-BTC ngày 25/04/2022 về tăng cường kiểm tra, giám sát và chấn chỉnh hoạt động phát hành, đầu tư, cung cấp dịch vụ trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ thể hiện sự bị động của UBCKNN trong công tác quản lý. Việc mở rộng thẩm quyền của UBCKNN hoàn toàn phù hợp với khuyến nghị của các chuyên gia Dự án VIE32 cần thực hiện đầy đủ các nguyên tắc từ 10 đến 15 của IOSCO, là hai nhóm nguyên tắc về đảm bảo thực thi pháp luật và hợp tác trong quá trình quản lý¹⁵⁰.

Thứ hai, nhiệm vụ phát triển cân bằng, đồng bộ thị trường tài chính theo Nghị quyết số 11-NQ/TW ngày 03/06/2017 của Ban chấp hành trung ương về hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa đã đặt ra yêu cầu cần phải đổi

¹⁵⁰ Dự án VIE32 là Dự án “Nâng cao năng lực trong lĩnh vực tài chính” (Support Vietnam’s Securities Market Consolidation and Improve Training Capacities) do Chính phủ Luxembourg tài trợ cho Chính phủ Việt Nam, nhằm hỗ trợ UBCKNN hoàn thiện khung pháp lý điều chỉnh TTCK, nâng cao năng lực cho các cán bộ quản lý, thành viên tham gia thị trường, NĐT.

mới và cấu trúc lại thị trường tài chính theo hướng nâng cao vai trò của thị trường vốn. Muốn vậy, trước hết, phải nâng cao địa vị pháp lý và tính độc lập của UBCKN. Với vai trò là cơ quan chuyên ngành quản lý thị trường tiền tệ, Ngân hàng nhà nước đã được xác định vị trí là cơ quan ngang bộ và thực hiện tương đối hiệu quả chức năng quản lý trong thời gian qua. UBCKNN cũng cần được ghi nhận vị trí pháp lý tương tự như Ngân hàng nhà nước trong việc quản lý TTCK. Mặt khác, quy mô TTCK đã ngày càng được mở rộng với tốc độ tăng trưởng nhanh, sản phẩm đa dạng, đối tượng tham gia nhiều đặt ra yêu cầu quản lý ngày càng cao. Bên cạnh thẩm quyền, UBCKNN cũng cần có đủ nguồn lực về nhân sự và ngân sách để thực hiện. Là một cơ quan ngang bộ, UBCKNN sẽ có điều kiện chủ động trong việc cơ cấu bổ nhiệm nhân sự hay sử dụng ngân sách phục vụ cho hoạt động quản lý của mình.

Thứ ba, bảo đảm tuân thủ các nguyên tắc của IOSCO đặt ra đối với cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán. Điển hình là nguyên tắc yêu cầu cơ quan quản lý cần hoạt động độc lập và có trách nhiệm trong việc thực hiện chức năng, quyền hạn của mình; phải có đầy đủ quyền hạn, nguồn lực thích hợp và năng lực để thực hiện chức năng, quyền hạn của mình. Việc tiệm cận với thông lệ quốc tế sẽ giúp tăng tính minh bạch, nâng cao hiệu quả vận hành thị trường, nhằm đạt được mục tiêu nâng hạng TTCK Việt Nam trên danh sách các thị trường mới nổi trước năm 2025 đã được Thủ tướng Chính phủ chỉ rõ trong Quyết định 242/QĐ-TTg phê duyệt Đề án “Cơ cấu lại TTCK và thị trường bảo hiểm đến 2020 và định hướng đến năm 2025”.¹⁵¹

Về lâu dài, có thể xem xét áp dụng mô hình giám sát tài chính hợp nhất thay cho mô hình giám sát theo lĩnh vực như hiện nay khi thị trường tài chính đã đạt đến mức độ phát triển nhất định.¹⁵² Sự phân tách NHNN giám sát lĩnh vực ngân hàng, UBCKNN giám sát TTCK và Bộ Tài chính về bảo hiểm gây ra chính sách không đồng bộ, làm giảm hiệu quả hoạt động của thị trường tài chính. Với mô hình giám sát

¹⁵¹ Trên thế giới, các TTCK được xếp hạng vào 3 nhóm chính, cao nhất là thị trường phát triển (Developed Market), tiếp đến là thị trường mới nổi (Emerging Market) và thấp nhất là thị trường cận biên (Frontier Market). Morgan Stanley Capital International (MSCI) và Financial Times Stock Exchange (FTSE) là hai tổ chức lớn nhất về xếp hạng thị trường, chuyên cung cấp các chỉ số thị trường toàn cầu được các quỹ Exchange Traded Fund (ETF) sử dụng rộng rãi trên thế giới. Mỗi tổ chức có một hệ thống tiêu chí đánh giá riêng nhưng đều tập trung vào các khía cạnh cơ bản như: mức độ phát triển của nền kinh tế, sự ổn định về chính trị, quy mô và tính thanh khoản của thị trường, hiệu quả vận hành của thị trường, khả năng tiếp cận thị trường của NĐT nước ngoài, khả năng lưu chuyển dòng vốn...Hiện tại, TTCK Việt Nam đang được xếp vào nhóm thị trường cận biên.

¹⁵² Kiến nghị có tham khảo đề xuất của tác giả Nguyễn Thị Thanh Tú tại Luận án tiến sĩ luật học với đề tài “Hoàn thiện pháp luật điều chỉnh hoạt động đầu tư của Ngân hàng thương mại tại Việt Nam”, (2019), ĐH Luật Hà Nội.

tài chính hợp nhất, chức năng giám sát ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm đều do một cơ quan chịu trách nhiệm không chỉ nâng cao hiệu quả hoạt động của thị trường tài chính mà còn phù hợp với xu hướng giám sát tài chính trên thế giới. Tiêu biểu như tại Nhật Bản, cơ quan Giám sát tài chính Nhật Bản (FSA) là cơ quan quản lý chung về các dịch vụ tài chính (cơ chế chính sách, xử phạt hành chính), bao gồm dịch vụ ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán. Trong đó, Ủy ban chứng khoán và giao dịch (SESC) là cơ quan trực thuộc FSA chịu trách nhiệm thanh tra giám sát đối với hoạt động của TTCK. Hoặc tại Hàn Quốc, Ủy ban dịch vụ tài chính (FSC) là cơ quan giám sát tài chính độc lập, được thành lập trên cơ sở tích hợp chức năng giám sát tài chính của Bộ Tài chính và Kinh tế và chức năng giám sát của Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc năm 1998 và tích hợp chức năng thiết lập chính sách tài chính của Bộ Tài chính và Kinh tế năm 2008, phụ trách giám sát tất cả các tổ chức tài chính từ ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm đến phi ngân hàng. Năm 1999, FSC đã thành lập ra Cơ quan dịch vụ giám sát tài chính (FSS) có nhiệm vụ thanh tra tuân thủ các tổ chức tài chính, theo dõi hoạt động của thị trường vốn, đảm bảo ổn định thị trường tài chính, bảo vệ quyền lợi khách hàng và thực thi các nhiệm vụ khác theo phân công của FSC.

3.2.5.2. Đẩy nhanh quá trình chuyển đổi mô hình quản lý, giám sát các tổ chức trung gian trên thị trường chứng khoán từ quản lý, giám sát tuân thủ sang mô hình quản lý giám sát dựa trên rủi ro nhằm tối ưu hóa nguồn lực và nâng cao hiệu quả quản lý, giám sát

Trong những năm gần đây, giám sát trên cơ sở rủi ro đang nổi lên như một xu hướng chính và được đa số các cơ quan quản lý tại các trung tâm tài chính sử dụng. Trong khu vực, các nước có TTCK có trình độ tương đương Việt Nam như Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan...đều đã lựa chọn mô hình này để quản lý, giám sát hoạt động của các trung gian tài chính. Do vậy, việc triển khai áp dụng mô hình giám sát rủi ro từ năm 2014 được coi là quyết định đúng đắn của cơ quan quản lý thị trường Việt Nam, thể hiện qua những thành quả trong việc tái cấu trúc hệ thống các CTCK dựa trên kết quả đánh giá, xếp lại các nhóm tổ chức trung gian này. Sự tăng trưởng mạnh mẽ của TTCK Việt Nam trong những năm gần đây thúc đẩy sự phát triển cả về qui mô và chất lượng của các tổ chức trung gian cùng với sự đa dạng, phức tạp của nhiều sản phẩm, dịch vụ, kèm theo đó là sự gia tăng tương ứng của mức độ rủi ro. Việc chuyển đổi mô hình giám sát và đẩy nhanh quá trình thực hiện là yêu cầu cấp thiết để bảo vệ cả hệ thống tài chính và NĐT trên thị trường, đã được xác định là một trong những giải pháp được Thủ tướng Chính phủ yêu cầu trong Quyết định số 242

QĐ-TTg ngày 28/02/2019 phê duyệt Đề án “Cơ cấu lại TTCK và thị trường bảo hiểm đến năm 2020 và định hướng đến năm 2025”.

Để mô hình giám sát trên cơ sở rủi ro tạo động lực cho các đối tượng giám sát tự đánh giá tình hình của mình, trước hết, cần hoàn thiện cơ chế pháp lý để các tổ chức KDCK trở thành đơn vị giám sát cấp một trên thị trường. Quy định về chế độ báo cáo và minh bạch thông tin cần được sửa đổi theo hướng nội dung thông tin trong các báo cáo của CTCK phải cụ thể, rõ ràng, minh bạch, đặc biệt thông tin về chỉ tiêu của từng nghiệp vụ kinh doanh. Ngoài việc sớm ban hành quy chế hướng dẫn việc thiết lập và vận hành hệ thống quản trị rủi ro của CTCK thay thế Quyết định 105/QĐ-UBCKNN đã không còn phù hợp, UBCKNN có thể xem xét ban hành một cơ chế tự đánh giá cho phép các tổ chức trung gian có thể tự đánh giá mức độ rủi ro của mình, giới thiệu các công cụ giảm thiểu rủi ro cần thiết, các biện pháp theo dõi và kiểm soát rủi ro tiềm tàng trong tổ chức và hoạt động.

Về phía UBCKNN, cũng cần làm rõ hơn nữa ý nghĩa phân loại cũng như biện pháp xử lý đối với các CTCK hoạt động yếu kém và tính chất can thiệp đối với các CTCK đạt được từng mức xếp hạng trong hệ thống CAMEL. Các CTCK còn chịu rủi ro từ thị trường trong khi bộ chỉ tiêu CAMEL chưa đánh giá được mức độ nhạy cảm với rủi ro thị trường. UBCKNN cần nghiên cứu đưa thêm chỉ tiêu S- Sensitivity to market risk (Độ nhạy thị trường hay Mức độ nhạy cảm với rủi ro thị trường) để hoàn thiện hệ thống chỉ tiêu CAMELS nhằm giúp cho việc đánh giá các CTCK được toàn diện hơn. UBCKNN có thể áp dụng tần suất thanh tra ít nhất mỗi năm một lần đối với các CTCK có nguy cơ rủi ro cao và tác động lớn và 03 năm một lần với CTCK có nguy cơ và tác động thấp như cách làm của thị trường Malaysia đang áp dụng. Bên cạnh đó, để có thể thực hiện hiệu quả mô hình giám sát rủi ro, đòi hỏi UBCKNN phải xây dựng và triển khai chiến lược đào tạo nâng cao năng lực của đội ngũ nhân sự làm công tác quản lý, giám sát.

Có thể nói, việc thay đổi mô hình giám sát chắc chắn sẽ đối mặt với những thách thức nhất định, đòi hỏi sự thay đổi trong tư duy và yêu cầu cao về năng lực của những người quản lý, xây dựng một khung pháp lý phù hợp và sự chuẩn bị kỹ lưỡng từ phía các tổ chức trung gian. Sự chuyển đổi này sẽ mất thời gian, công sức và tiền bạc nhưng bắt buộc phải thực hiện để hướng tới một TTCK an toàn, lành mạnh và ổn định.

3.2.5.3. Xác định rõ các hành vi vi phạm pháp luật về hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán đồng thời tăng chế tài xử lý, đảm bảo tính răn đe của pháp luật

Đối với các hành vi vi phạm pháp luật về BLPHCK, trước tiên, nhà làm luật cần phân định rõ nhóm hành vi vi phạm quy định về chào bán chứng khoán và nhóm hành vi vi phạm quy định về kinh doanh chứng khoán để tránh sự điều chỉnh trùng lặp như hiện nay khi cùng một hành vi vi phạm bị áp dụng hai lần chế tài xử phạt. Theo đó, các hành vi vi phạm quy định về nghĩa vụ công bố thông tin về đợt chào bán, nghĩa vụ tuân thủ quy định về việc phân phối chứng khoán, xác nhận hồ sơ chào bán chứng khoán nên được xác định thuộc nhóm hành vi vi phạm quy định về chào bán chứng khoán, bao gồm chào bán riêng lẻ và chào bán ra công chúng. Nhóm hành vi vi phạm quy định về kinh doanh chứng khoán sẽ bao gồm: 1) Vi phạm quy định về điều kiện thực hiện BLPHCK (điều kiện về giấy phép hoạt động, điều kiện về chỉ tiêu ATTC và điều kiện về mối liên quan đến TCPH) và 2) Vi phạm quy định về các hạn chế và giới hạn cần tuân thủ khi thực hiện BLPHCK (bao gồm vi phạm về các trường hợp không được phép nhận BLPHCK, bảo lãnh vượt quá tổng giá trị chứng khoán được phép bảo lãnh và vượt quá tổng hạn mức đầu tư của CTCK).

Bên cạnh đó, pháp luật cần quy định bổ sung một số hành vi vi phạm pháp luật về BLPHCK còn đang bị bỏ trống. Cụ thể như: hành vi vi phạm quy định về việc sử dụng tiền đặt mua chứng khoán của NĐT mà TCBL tự ý sử dụng trước khi chuyển giao cho TCPH; hành vi công bố thông tin về đợt chào bán cho NĐT không chính xác và đầy đủ hoặc hành vi kí kết các hợp đồng BLPHCK cam kết chắc chắn trong thời gian TCBL bị kiểm soát.

Đồng thời, chế tài xử phạt vi phạm hành chính đối với các hành vi vi phạm quy định về BLPHCK cần được tăng mạnh theo hướng tỷ lệ thuận với tính chất và mức độ hậu quả gây ra cũng như khoản lợi nhuận bất hợp pháp thu được để đảm bảo tính chất răn đe. Hiện nay, mức xử phạt tiền đối với các hành vi vi phạm pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam quá thấp. Mức phạt tiền cao nhất mới là 600.000.000 VNĐ, đang được áp dụng cho hành vi không thực hiện BLPHCK ra công chúng theo cam kết trong hồ sơ đăng ký chào bán. Về vấn đề này, Luật Chứng khoán Trung Quốc (Điều 83, 84) quy định chế tài rất nghiêm khắc và mạnh mẽ. Cụ thể, trường hợp CTCK thực hiện BLPHCK mà không được phép sẽ phải ngừng việc bảo lãnh, tịch thu thu nhập bất hợp pháp và phạt tiền từ 1 đến 10 lần thu nhập bất hợp pháp. Nếu thu nhập bất hợp pháp dưới 1.000.000 Nhân dân tệ (CNY) sẽ bị phạt tiền từ 1.000.000 Nhân dân CNY (tương đương 3,4 tỷ VNĐ) đến 10.000.000 CNY (tương đương 34 tỷ VNĐ).

VNĐ), nếu nghiêm trọng sẽ bị đình chỉ hoặc thu hồi giấy phép kinh doanh. Trường hợp CTCK vi phạm quy định về trách nhiệm kiểm tra tính xác thực và đầy đủ của hồ sơ chào bán chứng khoán ra công chúng, CTCK có thể bị phạt tiền từ 500.000 CNY đến 5.000.000 CNY. Thậm chí, người chịu trách nhiệm trực tiếp của CTCK cũng có thể bị phạt tiền từ 200.000 CNY đến 2.000.000 CNY. Nhà làm luật Việt Nam có thể tham khảo cách thức quy định chế tài xử phạt của pháp luật Trung Quốc. Chỉ khi mức độ chế tài khiến các chủ thể phải e sợ, lúc đó tính chất răn đe, trừng phạt của chế tài mới có giá trị. Ngoài ra, phải nghiên cứu xây dựng các quy định về cách tính khoản thu lời bất hợp pháp, khoản thiệt hại đối với NĐT đối với các hành vi bị cấm, hành vi có chế tài xử lý cả hành chính và hình sự trong lĩnh vực chứng khoán.

Tương tự, chế tài hình sự áp dụng cho các pháp nhân thương mại là chủ thể của tội cố ý công bố thông tin sai lệch hoặc che giấu thông tin trong hoạt động chứng khoán quy định tại Điều 209 Bộ luật hình sự cần được siết chặt hơn. Hình phạt tiền cũng phải được quy định theo hướng tỷ lệ thuận với số lợi bất chính thu được hoặc mức độ thiệt hại của NĐT. Các trường hợp áp dụng chế tài “cấm kinh doanh, cấm hoạt động trong một số lĩnh vực nhất định” cũng cần được cụ thể hóa. Đồng thời, pháp luật chứng khoán và TTCK phải bổ sung quy định xử lý trường hợp các CTCK bị áp dụng chế tài này.

Kết luận chương 3

Từ việc nghiên cứu lí luận pháp luật về BLPHCK và nghiên cứu thực trạng pháp luật hiện hành về BLPHCK ở Việt Nam cho thấy, việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK là yêu cầu khách quan và cấp thiết.

Trước tiên, luận án đã đưa ra một số định hướng cơ bản, yêu cầu việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK phải tuân theo, bao gồm: việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK phải phù hợp với chủ trương, định hướng của Đảng và Nhà nước về phát triển thị trường tài chính; phù hợp với mục tiêu cơ cấu lại TTCK nói chung và các tổ chức KDCK nói riêng; phải đáp ứng nhu cầu hội nhập quốc tế trên cơ sở đánh giá thực trạng thị trường tài chính Việt Nam; đảm bảo tính an toàn hệ thống và tính ổn định thị trường, đồng thời đảm bảo hài hòa lợi ích của các bên chủ thể liên quan.

Trên cơ sở những bất cập, hạn chế của pháp luật về BLPHCK đã được làm rõ theo từng nhóm quy định tại chương 2, đồng thời căn cứ một số định hướng cơ bản nêu trên, luận án đã đưa ra những kiến nghị giải pháp cụ thể tương ứng với từng nhóm quy định nhằm hoàn thiện pháp luật về BLPHCK, nâng cao hiệu quả áp dụng trên thực tế. Đó là các kiến nghị hoàn thiện quy định về chủ thể thực hiện; hoàn thiện quy định về nội dung nghiệp vụ và các phương thức bảo lãnh; hoàn thiện quy định về hình thức pháp lý của BLPHCK; hoàn thiện quy định về giới hạn an toàn trong hoạt động BLPHCK và hoàn thiện quy định về quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK. Những giải pháp cụ thể được trình bày chính là những đòi hỏi cần phải thực hiện để pháp luật về BLPHCK thực sự trở thành hành lang pháp lý vững chắc cho hoạt động BLPHCK phát triển.

KẾT LUẬN

Trên cơ sở nghiên cứu những vấn đề lí luận và thực tiễn pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam, có thể rút ra một số kết luận chính liên quan đến kết quả nghiên cứu của luận án như sau:

Thứ nhất, BLPHCK là một hoạt động KDCK nhưng có sự khác biệt nhất định về đặc điểm và vai trò so với các hoạt động KDCK khác. Việc nghiên cứu các vấn đề lí luận về BLPHCK có ý nghĩa quan trọng, làm cơ sở để đánh giá thực trạng pháp luật hiện hành từ đó đề xuất, kiến nghị các giải pháp hoàn thiện nhằm đáp ứng nhu cầu thực tiễn của thị trường. Trong khi đó, việc nghiên cứu lí luận pháp luật về BLPHCK thông qua nghiên cứu các nguyên tắc pháp lí cơ bản để xây dựng pháp luật về BLPHCK và cấu trúc pháp luật về BLPHCK giúp xác định phạm vi và mức độ điều chỉnh của pháp luật, là cơ sở nghiên cứu thực trạng pháp luật về BLPHCK hiện nay ở Việt Nam.

Thứ hai, việc nghiên cứu thực trạng pháp luật về BLPHCK có ý nghĩa quan trọng cho việc xây dựng và hoàn thiện pháp luật về BLPHCK trong thời gian tới. Kết quả nghiên cứu cho thấy, pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam đã đạt được một số thành tựu nhất định nhưng bên cạnh đó, vẫn tồn tại những bất cập, hạn chế cần được được sửa đổi, bổ sung. Việc phân tích, đánh giá những bất cập, hạn chế được nghiên cứu sinh thực hiện đối với từng nhóm quy định cấu thành pháp luật về BLPHCK.

Thứ ba, việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK là hết sức cần thiết trong giai đoạn hiện nay. Quá trình hoàn thiện pháp luật về BLPHCK phải đảm bảo các định hướng sau: (i) đảm bảo phù hợp với chủ trương, định hướng của Đảng và Nhà nước về phát triển thị trường tài chính; (ii) phù hợp với mục tiêu cơ cấu lại TTCK nói chung và các tổ chức KDCK nói riêng; (iii) đáp ứng nhu cầu hội nhập quốc tế trên cơ sở đánh giá đúng, đầy đủ về thực trạng thị trường tài chính Việt Nam hiện nay và (iv) đảm bảo tính an toàn hệ thống và tính ổn định thị trường, cũng như đảm bảo hài hòa lợi ích của các bên liên quan. Theo hướng đó, luận án đưa ra một số giải pháp cơ bản và cụ thể nhằm hoàn thiện pháp luật về BLPHCK trong thời gian tới, qua đó xây dựng được hành lang pháp lý vững chắc thúc đẩy hoạt động BLPHCK phát triển.

Tóm lại, BLPHCK là hoạt động ngân hàng đầu tư truyền thống, có lịch sử phát triển hàng trăm năm trên thế giới, giữ vai trò đặc biệt quan trọng, song hành cùng sự phát triển của thị trường vốn nói riêng và thị trường tài chính nói chung. Các nhà quản lý Việt Nam cần nhìn nhận lại vai trò quan trọng của hoạt động BLPHCK để có chính sách điều chỉnh phù hợp, góp phần hoàn thành mục tiêu phát triển một thị trường tài chính đồng bộ và cân bằng.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

I. Các văn kiện của Đảng

1. Cương lĩnh xây dựng đất nước trong thời kì quá độ lên chủ nghĩa xã hội (bổ sung, phát triển năm 2011).
2. Chiến lược phát triển kinh tế xã hội giai đoạn 2021-2030.
3. Nghị quyết số 11-NQ/TW ngày 03/06/2017 về hoàn thiện thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa.
4. Quyết định số 368/QĐ-TTg ngày 21/03/2022 phê duyệt Chiến lược tài chính đến năm 2030.
5. Nghị quyết số 54/NQ-CP ngày 12/04/2022 ban hành Chương trình hành động của Chính phủ thực hiện Nghị quyết của Quốc hội về Kế hoạch cơ cấu lại nền kinh tế giai đoạn 2021-2025.
6. Quyết định số 242/QĐ-TTg ngày 28/02/2019 phê duyệt Đề án “Cơ cấu lại TTCK và thị trường bảo hiểm đến năm 2020, định hướng đến năm 2025”.

II. Các văn bản quy phạm pháp luật

7. Bộ luật Dân sự số 91/2015/QH13 ngày 24/11/2015.
8. Luật Thương mại số 36/2005/QH11 ngày 14/06/2005.
9. Luật Doanh nghiệp số 59/2020/QH14 ngày 17/06/2020.
10. Luật ban hành văn bản quy phạm pháp luật số 80/2015/QH13 và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật ban hành văn bản quy phạm pháp luật số 63/2020/QH14 ngày 18/06/2020.
11. Luật Chứng khoán số 54/2019/QH14 ngày 26/11/2019.
12. 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.
13. Nghị định số 155/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán.
14. Nghị định số 156/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán.
15. Nghị định số 128/2021/NĐ-CP ngày 30/12/2021 sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 156/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực chứng khoán và thị trường chứng khoán.
16. Nghị định số 126/2017/NĐ-CP ngày 16/11/2017 về chuyển doanh nghiệp nhà nước và công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do doanh nghiệp nhà nước

đầu tư 100% vốn điều lệ thành công ty cổ phần; Nghị định số 140/2020/NĐ-CP ngày 30/11/2020 sửa đổi, bổ sung.

17. Thông tư số 91/2020/TT-BTC ngày 13/11/2020 quy định chỉ tiêu an toàn tài chính và biện pháp xử lý đối với tổ chức KDCK không đáp ứng chỉ tiêu an toàn tài chính.
18. Thông tư số 96/2020/TT-BTC ngày 16/11/2020 hướng dẫn công bố thông tin trên TTCK.
19. Thông tư số 102/2021/TT-BTC ngày 17/11/2021 quy định giá dịch vụ trong lĩnh vực chứng khoán áp dụng tại các tổ chức KDCK, ngân hàng thương mại tham gia vào TTCK Việt Nam.
20. Thông tư số 118/2020/TT-BTC ngày 31/12/2020 hướng dẫn một số nội dung về chào bán, phát hành chứng khoán, chào mua công khai, mua lại cổ phiếu, đăng ký công ty đại chúng và hủy tư cách công ty đại chúng.
21. Thông tư 121/2020/TT-BTC ngày 31/12/2020 quy định về hoạt động của CTCK.
22. Thông tư số 210/2014/TT-BTC ngày 30/12/2014 hướng dẫn kế toán áp dụng đối với CTCK và Thông tư số 334/2016/TT-BTC ngày 27/12/2016 sửa đổi, bổ sung.
23. Thông tư số 21/2019/TT-BTC ngày 11/04/2019 hướng dẫn việc bán cổ phần lần đầu và chuyển nhượng phần vốn nhà nước theo phương thức dựng sổ.
24. Quyết định số 538/QĐ-BTC ngày 22/03/2016 quy định nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của các Vụ và Văn phòng thuộc UBCKNN và Quyết định số 950/QĐ-BTC ngày 19/06/2018 sửa đổi, bổ sung một số điều của Quyết định số 538/QĐ-BTC.
25. Quyết định số 617/QĐ-UBCK ngày 09/10/2013 ban hành Quy chế hướng dẫn xếp loại CTCK.
26. Quyết định số 105/QĐ-UBCK ngày 26/02/2013 về việc ban hành quy chế hướng dẫn việc thiết lập và vận hành hệ thống quản trị rủi ro cho CTCK.

III. Các tài liệu tham khảo khác

Tài liệu tiếng Việt

27. Đoàn Thanh Tùng, (2004), *Thúc đẩy phát hành chứng khoán lần đầu ra công chúng tại Việt Nam*, Luận án tiến sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân.
28. Hoàng Phê, (2020), *Từ điển Tiếng Việt*, NXB Hồng Đức, Viện Ngôn ngữ học.
29. Hoàng Thị Bích Hà, (2018), *An toàn tài chính của các CTCK Việt Nam*, Luận

án tiến sĩ kinh tế, Học viện Tài chính.

30. Lê Tấn Phước, (2015), *Ngân hàng Đầu tư*, NXB Kinh tế TP. Hồ Chí Minh
31. Nguyễn Thị Mùi, (2006), *Kinh doanh chứng khoán*, NXB Tài chính.
32. Lê Thị Lan Hương, (2008), *Phát triển hoạt động của Công ty chứng khoán ở Việt Nam*, *Luận án tiến sĩ kinh tế*, Luận án tiến sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân.
33. Lê Thị Thu Hằng, (2015), *Xây dựng cơ chế quản lý chào bán chứng khoán ra công chúng dựa trên công bố thông tin đầy đủ*, Đề tài nghiên cứu khoa học thuộc UBCKNN.
34. Lê Sử Năng, (2020), *Ứng dụng hệ thống giám sát trên cơ sở rủi ro đối với các CTCK tại Việt Nam*, Đề tài nghiên cứu khoa học thuộc UBCKNN.
35. Mạc Quang Huy, (2010), *Cẩm nang ngân hàng đầu tư*, NXB Thống kê.
36. Nguyễn Ngọc Hòa, (1999), *Từ điển giải thích thuật ngữ luật học*, NXB Công an nhân dân, Đại học Luật Hà Nội.
37. Nguyễn Ngọc Hòa, (2000), *Từ điển giải thích thuật ngữ luật học*, NXB Công an nhân dân, Đại học Luật Hà Nội.
38. Nguyễn Minh Đoan, Nguyễn Văn Nam, (2017), *Giáo trình Lí luận chung về nhà nước và pháp luật*, NXB Tư pháp, Đại học Luật Hà Nội.
39. Nguyễn Văn Tuyên, (2014), *Giáo trình Luật chứng khoán*, NXB Giáo dục Việt Nam.
40. Nguyễn Thị Thuận, (2009), *Hoàn thiện pháp luật về các tổ chức kinh doanh chứng khoán trên TTCK tập trung ở Việt Nam*, Luận án tiến sĩ luật học, Đại học Quốc gia Hà Nội.
41. Nguyễn Minh Hằng (2010), *Pháp luật về chào bán cổ phần của Công ty cổ phần ở Việt Nam, những vấn đề lí luận và thực tiễn*, Luận án tiến sĩ luật học, Đại học Luật Hà Nội.
42. Nguyễn Thị Thanh Tú, (2019), *Hoàn thiện pháp luật điều chỉnh hoạt động đầu tư của Ngân hàng thương mại tại Việt Nam*, Luận án tiến sĩ luật học, Đại học Luật Hà Nội.
43. Phạm Thị Giang Thu, (2002), *Xây dựng và hoàn thiện khung pháp luật TTCK ở Việt Nam*, Luận án tiến sĩ luật học, Đại học Luật Hà Nội.
44. Phạm Thị Giang Thu, (2002), *Bàn về bảo lãnh phát hành trong thị trường chứng khoán*, Tạp chí Luật học, số 1/2000.
45. Phạm Thị Giang Thu, (2004), *Một số vấn đề về pháp luật chứng khoán và thị*

trường chứng khoán ở Việt Nam, NXB Chính trị quốc gia.

46. Trần Đăng Khâm, (2002), *Giải pháp thúc đẩy sự tham gia của các trung gian tài chính trong tiến trình xây dựng và phát triển TTCK ở Việt Nam*, Luận án tiến sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân.
47. Vũ Thị Kim Liên, (2001), *Mô hình tổ chức hoạt động bảo lãnh phát hành và tư vấn tài chính trên thị trường sơ cấp ở Việt Nam*, Đề tài khoa học cấp bộ, Vụ quản lý Phát hành chứng khoán -UBCKNN.

Tài liệu tiếng Anh

48. Securities Act of 1933 of the United State
49. Securities Exchange Act of 1934 of the United State
50. Company Law of The People's Republic of China, adopted at 26/10/2018.
51. Securities Law of The People's Republic of China, adopted at 28/12/2019.
52. Securities and Exchange Act B.E.2535 of Thailand, amended 2019.
53. Securities and Exchange Act of Korean.
54. The Enforcement Decree of Korean Securities and Exchange Act No.18350, 2004.
55. Assaf Hamdani, (2003), *Gatekeeper Liability*, Southern California Law Review, Vol.77; John C. Coffee Jr, (2004), *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Boston University Law Review, Vol 84.
56. Andrew Tuch, (2010), *Multiple Gatekeepers*, Virginia Law Review, Vol.96.
57. Andrew F. Tuch, (2017), *The Limits of Gatekeeper Liability*, Wash. & Lee L. Rev. Online 619.
58. Ann Guenther Sherman, (1992), *The Pricing of Best Efforts New Issues*, The Journal of Finance, Vol.47, No.2.
59. Alan D. Morrison and William J. Wilhelm, Jr, (2007), *Investment Banking: Institutions, Politics and Law*, Oxford Scholarship Online.
60. Amrith Krushnakumaar, (2007), *Book-building versus Auction: An investigation into which IPO pricing and selling method more effectively promotes the aims of an IPO issuer*, Duke University.
61. Alex Raskolnikov, (2019), *Deterrence Theory: Key Findings and Challenges*, Columbia & Economics Working Paper No.610.
62. Benveniste, L. M., and P. A. Spindt (1989), *How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues*, Journal of Financial Economics,

Vol.24.

63. Bryan A. Garner, (2019), *Black's Law Dictionary*, 11th Edition, Thomson Reuters.
64. Craig G. Dunbar, (1998), *The Choice between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers*, Journal of Financial Intermediation, Vol.7.
65. Dana B. Klinges, (1985), *Expanding the Liability of Managing Underwriters Under the Securities Act of 1933*, Fordham Law Review, Vol.53, Iss.5.
66. David P. Baron, (1979), *The Incentive Problem and The Design of Investment Banking Contracts*, Journal of Banking and Finance, Vol.3.
67. David P. Baron & Bengt Holmstrom, (1980), *The Investment Banking Contract For New Issues Under Asymmetric Information: Delegation And The Incentive Problem*, The Journal of Finance, Vol.XXXV, No.5.
68. David Shine, (2004), *"Best Efforts" Standards Under New York Law: Legal and Practical Issues*, Glasser LegalWorks, Vol.7, No.9.
69. Edward F. Greene, (1981), *Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities within an Integrated Disclosure System*, Notre Dame Law Review, Vol.56, Iss.5.
70. Edmund H. Mantell, (2014), *A Theory of Underwriter's Risk Management in a Firm-Commitment Initial Public Offering*, Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol.46. No.1.
71. Eric Seitz, (2008), *Underwriter Due Diligence: It's Not A Whole New Ballgame*, SMU Law Review, Vol.61.
72. Giuliano Iannotta, (2010), *Investment Banking: A Guide to Undewriting and Advisory Services*, Springer.
73. George J. Papaioannou and Ahmet K. Karagozoglu, (2017), *Underwriting Services and the New Issues Market*, Elsevier.
74. Gershon Mandelker & Artur Ravid, (1977), *Investment Banking: An Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts*, The Journal of Finance Vol.XXXII, No.3.
75. George J. Papaioannou, (2010), *Commercial Banks in Underwriters and the Decline of the Independent Investment Bank Model*, Journal of International Business and Law Volume 9, Issue 1, Article 4.
76. Harald M. Fischer and Timothy G. Pollock, (2004), *Effects of Social Capital*

- and Power on Surviving Transformational Change: The Case of Initial Public Offerings*, The Academy of Management Journal, Vol.47, No.4;
77. James F.Cotter and Randall S. Thomas, (1998), *Firm Commitment Underwriting Risk and the Over-allotment Option (OAO): Do we need further Legal Regulation?*, Securities Regulation Law Journal, Vol 26.
 78. Janice C.Y. How and Julian J.L. Yeo, (2000), *The Pricing of Underwriting Services in the Australian Capital Market*, Pacific-Basin Finance Journal, Vol.8.
 79. John C.Coffee Jr, (2004), *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Boston University Law Review, Vol.84.
 80. John C. Coffee, (2002), *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, The Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School, Working Paper No.207.
 81. Katrina Ellis, Roni Michaely and Maureen O'Hara, (2000), *When the Underwriter Is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket*, The Journal of Finance, Vol. LV, No.3.
 82. Kuntara Pukthuanthong, Nikhil P. Varaiya & Thomas J. Walker, (2007), *Bookbuilding versus Auction Selling Methods: A Study of US IPOs*, Venture Capital, Vol.9, No.4.
 83. Kenji Kutsuna & Richard Smith, (2004), *Why Does Booking Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan*, The Review of Financial Studies, Vol.17, No.4.
 84. Lena Chua, (1995), *A Reexamination of the Costs of Firm Commitment and Best Efforts IPOs*, The Financial Review Vol.30, No.2.
 85. Lucas C. Townsend, (2004), *Can Wall Street's "Global Resolution" Prevent Spinning? A Critical Evaluation of Current Alternatives*, Seton Hall Law Review, Vol.34.
 86. Marco Ventoruzzo, (2013), *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis*, Richmond Journal of Global Law & Business, Vol.12, No.4.
 87. Manju Puri (1996), *Commercial Banks Investment Banking Conflict of Interest or Certification Role?*, Journal of Financial Economics Vol.40.
 88. Murat M. Binay, Vladimir A. Gatchev, and Christo A. Pirinsky, (2007), *The Role of Underwriter-Investor Relationships in the IPO Process*, Journal of

Financial and Quantitative Analysis Vol.42, No.3.

89. Mitchell Polinsky and Steven Shavell, (2006), *The Theory of Public Enforcement of Law*, Handbook of Law and Economics, Vol.1.
90. Noam Sher, (2014), *Underwriters' Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis*, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol. 27, Iss.2.
91. Noam Sher, (2014), *Underwriters' Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis*, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol.27, Iss.2.
92. Oyvind Bohren, B. Espen Eckbo & Dag Michalsen, (1997), *Why underwrite rights offerings? Some New Evidence*, Journal of Financial Economics Vol.46.
93. Penghua Sun, (2015), *Initial Public Offerings from the Perspectives of Issuers, Underwriters and Investors: A Review of Financial and Psychological Work*, Doctoral Thesis, University of Cologne, Germany.
94. Pegaret Pichler & William Wilhelm, (2001), *A Theory of the Syndicate: Form Follows Function*, The Journal of Finance, Vol.LVI, No.6.
95. Reiner H Kraakman, (1984), *Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Control*, The Yale Law Journal, Vol.93.
96. Reiner H Kraakman, (1986), *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, Journal of Law, Economics, and Organization, Vol.2, No.1.
97. Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman (1984), *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review, Vol. 70, No.4.
98. Rajesh P. Narayanan, Kasturi P. Rangan & Nanda K. Rangan, (2004), *The Role of Syndicate Structure in Bank Underwriting*, Journal of Financial Economics, Vol.72.
99. Richard B. Carter & Frederick H. Dark, (1990), *The Use of the Over-Allotment Option in Initial Public Offerings of Equity: Risk and Underwriter Prestige*, Financial Management, Vol.19, No.3.
100. Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, (1984), *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review, Vol.70, No.4.
101. Rob Park, (2006), *Putting the "Best" in Best Effort*, The University of Chicago Law Review, Vol 73.
102. Reinier H. Kraakman, (1986), *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party*

- Enforcement Strategy*, Journal of Law, Economics, & Organization, Vol.2, No.1.
103. *Restrictions on Bank Underwriting of Corporate Securities: A Proposal for More Permissive Regulation*, Harvard Law Review, Vol.97, No.3 (1984).
 104. Robert B. Robbins, (2013), *Structuring Best Efforts Offerings and Closing Under Rule 10b-9*, The American Law Institute Continuing Legal Education.
 105. Stephen J. Weiss, (1971), *The Underwriting Agreement -Form and Commentary*, The Business Lawyer, Vol.26, No.3.
 106. Sherman, A. E., and S. Titman, (2002), *Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information*, Journal of Financial Economics, Vol.65.
 107. Shane A. Corwin and Paul Schultz, (2005), *The Role of IPO Underwriting Syndicates: Underpricing, Certification, and Information Production*, The Journal of Finance, Vol.LX, No.1.
 108. Sung C. Bae and Haim Levy, (1990), *The Valuation of Firm Commitment Underwriting Contracts for Seasoned New Equity Issues: Theory and Evidence*, Financial Management, Vol.19, No.2
 109. Timothy G. Pollock, (2004), *The benefits and costs of underwriters' social capital in the US initial public offerings market*, Strategic Organization, Vol.2, No.4.
 110. Thomas Lee Hazen, (1995), *Treatise on the Law of Securities Regulation*, West Pub Co, 3rd Edition.
 111. Thomas J. Chemmanur and Paolo Fulghieri (1994), *Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation*, The Journal of Finance Vol.49, No.1.
 112. Thomas J. Chemmanur and Karthik Krishnan, (2012), *Heterogeneous Beliefs, IPO Valuation, and the Economic Role of the Underwriter in IPOs*, Financial Management, Vol.41.
 113. William K. Sjostrom, Jr, (2010), *The Untold Story of Underwriting Compensation Regulation*, University of California, Davis, Vol.44.
 114. William K. Sjostrom, Jr, (2006), *The Due Diligence Defense Under Section 11 of The Securities Act of 1933*, Brandeis Law Journal, Vol.44.
- IV. Các trang thông tin điện tử**
115. <http://www.ssc.gov.vn>

- 116. <https://vnbusiness.vn>
- 117. <https://thoibaotaichinhvietnam.vn>
- 118. <https://baoquocte.vn>
- 119. <https://caselaw.vn>
- 120. <http://www.csrc.gov.cn>
- 121. <https://www.sec.gov>
- 122. [Các trang thông tin](#) điện tử của các CTCK đang hoạt động tại Việt Nam.

**Phụ lục 1: Tổng hợp doanh thu hoạt động BLPCK, Đại lí phát hành
của một số CTCK**

Đơn vị: VNĐ

STT	CTCK	2018	2019	2020
1	Công ty cổ phần chứng khoán Kỹ Thương	1,226,662,557,173	1,163,910,142,131	1,590,655,029,995
2	Công ty cổ phần chứng khoán Tân Việt	5,000,000,000	32,940,000,000	166,110,000,000
3	Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn – Hà Nội	50,150,000,000	126,918,670,182	84,232,318,184
4	Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP ngoại thương Việt Nam	15,549,652,369	26,054,528,940	51,202,121,739
5	Công ty cổ phần chứng khoán VNDIRECT	17,870,966,190	23,726,357,435	34,775,482,452
6	Công ty cổ phần chứng khoán SSI	2,294,659,091	28,835,160,883	32,749,530,273
7	Công ty cổ phần chứng khoán Ngân hàng Công thương Việt Nam	2,595,000,000	9,380,000,000	22,470,000,000
8	Công ty cổ phần chứng khoán VIX	10,510,760,000	5,425,000,000	16,243,600,000
9	Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt	279,843,553	62,602,909	14,621,418,127
10	Công ty cổ phần chứng khoán Rồng Việt	0	0	13,200,000,000
11	Công ty cổ phần chứng khoán KB Việt Nam		13,302,636,364	10,578,613,635
12	Công ty cổ phần chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam	3,707,500,000	445,000,000	8,740,000,000
13	Công ty cổ phần chứng khoán Agribank	2,087,224,111	2,867,740,566	3,961,655,597
14	Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt	3,307,742,508	1,993,863,636	2,600,000,000
15	Công ty TNHH Chứng khoán Shinhan Việt Nam	335,000,000		200,000,000
16	Công ty cổ phần chứng khoán Asean	0	205,000,000	100,000,000
17	Công ty cổ phần chứng khoán MB	219,800,822	80,434,783	18,113,149
18	Công ty cổ phần chứng khoán Kis Việt Nam	6,028,242	0	8,505,380

19	Công ty cổ phần chứng khoán FPT	270,000,000	0	0
20	Công ty cổ phần chứng khoán Tiên phong	4,660,000,000	320,000,000	0
21	Công ty cổ phần chứng khoán Dầu khí	39,347,962	136,363,636	0
22	Công ty cổ phần chứng khoán Trí Việt	25,000,000	30,000,000	0

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Báo cáo tài chính được công bố trên trang thông tin điện tử của các CTCK.

**Phụ lục 2: Tổng hợp tình hình Vốn điều lệ và cấp phép thực hiện
BLPHCK tại các CTCK**

(Tính đến 31/12/2021)

Bảng A. Tình hình Vốn điều lệ và cấp phép thực hiện BLPHCK tại các CTCK

Stt	CTCK	Vốn điều lệ (VNĐ)	Được cấp phép BLPHCK
1	Công ty cổ phần chứng khoán SSI	9,847,500,220,000	x
2	Công ty cổ phần chứng khoán VNDIRECT	4,349,446,870,000	x
3	Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset	6,590,500,000,000	x
4	Công ty cổ phần chứng khoán VPS	5,700,057,000,000	x
5	Công ty cổ phần chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh	4,580,523,670,000	x
6	Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt	3,330,000,000,000	x
7	Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn – Hà Nội	3,252,650,270,000	x
8	Công ty cổ phần chứng khoán Kis Việt Nam	3,761,579,550,000	x
9	Công ty cổ phần chứng khoán KB Việt Nam	3,001,686,130,000	x
10	Công ty TNHH Chứng khoán ACB	3,000,000,000,000	x
11	Công ty cổ phần chứng khoán VIX	2,745,952,290,000	x
12	Công ty cổ phần chứng khoán MB	2,676,183,240,000	x
13	Công ty cổ phần chứng khoán Tân Việt	2,639,000,000,000	x
14	Công ty TNHH MTV Chứng khoán Maybank Kim Eng	2,200,000,000,000	x
15	Công ty cổ phần chứng khoán Agribank	2,120,000,000,000	x
16	Công ty TNHH Chứng khoán Yuanta Việt Nam	2,000,000,000,000	x
17	Công ty cổ phần chứng khoán Tiên phong (TPBS)	2,000,000,000,000	x
18	Công ty TNHH Chứng khoán Shinhan Việt Nam	1,912,600,000,000	x
19	Công ty cổ phần chứng khoán FPT	1,475,672,970,000	x
20	Công ty cổ phần chứng khoán APG	1,463,066,120,000	x
21	Công ty cổ phần chứng khoán Phú Hưng	1,400,000,000,000	x
22	Công ty cổ phần chứng khoán Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín	1,266,600,000,000	x
23	Công ty TNHH Chứng khoán NH Việt Nam	1,239,000,000,000	x
24	Công ty cổ phần chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam	1,220,700,780,000	x
25	Công ty cổ phần chứng khoán Kỹ Thương (TCBS)	1,124,246,800,000	x
26	Công ty cổ phần chứng khoán Trí Việt	1,120,154,610,000	x
27	Công ty cổ phần chứng khoán Thiên Việt	1,070,751,840,000	x
28	Công ty cổ phần chứng khoán Ngân hàng Công thương Việt Nam	1,064,365,760,000	x
29	Công ty cổ phần chứng khoán Rồng Việt	1,051,046,650,000	x

30	Công ty cổ phần chứng khoán Everest	1,030,004,000,000	x
31	Công ty cổ phần chứng khoán HDB	1,023,000,000,000	x
32	Công ty cổ phần chứng khoán Thành Công	1,009,799,820,000	x
33	Công ty cổ phần chứng khoán An Bình	1,000,439,880,000	x
34	Công ty cổ phần chứng khoán KS	1,000,373,030,000	x
35	Công ty cổ phần chứng khoán Asean	1,000,000,000,000	x
36	Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP ngoại thương Việt Nam	1,000,000,000,000	x
37	Công ty cổ phần chứng khoán Quốc Gia	1,000,000,000,000	x
38	Công ty cổ phần chứng khoán Đại Nam	1,000,000,000,000	x
39	Công ty cổ phần chứng khoán Đà Nẵng	1,000,000,000,000	x
40	Công ty cổ phần chứng khoán Pinetree	970,000,000,000	x
41	Công ty cổ phần chứng khoán BOS	969,225,000,000	x
42	Công ty cổ phần chứng khoán AIS	915,000,000,000	x
43	Công ty cổ phần chứng khoán JB Việt Nam	900,000,000,000	x
44	Công ty cổ phần chứng khoán Châu Á Thái Bình Dương	830,000,000,000	x
45	Công ty cổ phần chứng khoán Nhất Việt	802,500,000,000	x
46	Công ty cổ phần chứng khoán SmartInvest	800,000,000,000	x
47	Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt	722,393,700,000	x
48	Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan (Việt Nam)	693,500,000,000	x
49	Công ty cổ phần chứng khoán Dầu khí	598,413,000,000	x
50	Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Minh	569,999,860,000	x
51	Công ty cổ phần chứng khoán Phố Wall	503,000,000,000	x
52	Công ty TNHH MTV Chứng khoán Ngân hàng Đông Á	500,000,000,000	x
53	Công ty cổ phần chứng khoán Funan	459,000,000,000	x
54	Công ty cổ phần chứng khoán Beta	400,000,000,000	x
55	Công ty cổ phần chứng khoán Thương mại và Công nghiệp Việt Nam	341,333,000,000	x
56	Công ty cổ phần chứng khoán Stanley Brothers	339,000,000,000	x
57	Công ty cổ phần chứng khoán Hòa Bình	329,999,800,000	x
58	Công ty cổ phần chứng khoán Quốc tế Hoàng Gia	300,000,000,000	
59	Công ty cổ phần chứng khoán SaigonBank Berjaya	300,000,000,000	
60	Công ty cổ phần chứng khoán Nhật Bản	300,000,000,000	
61	Công ty cổ phần chứng khoán Quốc tế Việt Nam	300,000,000,000	
62	Công ty cổ phần chứng khoán Việt Thành	300,000,000,000	
63	Công ty cổ phần chứng khoán Thủ đô	300,000,000,000	
64	Công ty cổ phần chứng khoán Hải Phòng	291,810,960,000	
65	Công ty cổ phần chứng khoán Vina	273,599,980,000	

66	Công ty cổ phần chứng khoán ASC	268,800,000,000	
67	Công ty cổ phần chứng khoán Navibank	252,000,000,000	
68	Công ty cổ phần chứng khoán Liên Việt	250,000,000,000	
69	Công ty cổ phần chứng khoán Đại Việt	250,000,000,000	
70	Công ty cổ phần chứng khoán SJC	203,000,000,000	
71	Công ty cổ phần chứng khoán EuroCapital	200,000,000,000	
72	Công ty cổ phần chứng khoán VSM	200,000,000,000	
73	Công ty cổ phần chứng khoán Alpha	175,858,200,000	
74	Công ty cổ phần chứng khoán Ngân hàng phát triển nhà đồng bằng Sông Cửu Long	170,000,000,000	
75	Công ty cổ phần chứng khoán Kiến thiết Việt Nam	168,000,000,000	
76	Công ty cổ phần chứng khoán Globalmind Capital	155,000,000,000	
77	Công ty cổ phần chứng khoán Việt Tín	138,000,000,000	
78	Công ty cổ phần chứng khoán Sen Vàng	135,000,000,000	
79	Công ty TNHH Chứng khoán RHB Việt Nam	135,000,000,000	
80	Công ty cổ phần chứng khoán CV	90,000,000,000	
81	Công ty cổ phần chứng khoán HVS Việt Nam	50,200,000,000	
82	Công ty cổ phần chứng khoán Việt	37,500,000,000	
83	Công ty TNHH tư vấn đầu tư Chứng khoán TC capital Việt Nam	20,823,458,000	

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Báo cáo tài chính của các CTCK và thông tin do UBCKNN công bố trên trang thông tin điện tử.

Bảng B. Tổng hợp tình hình Vốn điều lệ tại các CTCK

Hạng mục	Thông số	Tỷ trọng (% so với tổng số)
Tổng số CTCK, trong đó:	83	
- Số lượng CTCK được cấp phép BLPHCK	57	69%
- Số lượng CTCK không có BLPHCK	26	31%
- Số lượng CTCK được cấp phép từ 3 nghiệp vụ trở lên	79	95%
Trung bình VDL CTCK	1,279 tỷ VNĐ	
Trung bình VDL CTCK có BLPHCK	1,770 tỷ VNĐ	
Trung bình VDL CTCK không có BLPHCK	202 tỷ VNĐ	
Tổng số CTCK được cấp phép BLPHCK, trong đó:	57	
- Số lượng CTCK có VDL ≥ 3000 tỷ	10	18%
- Số lượng CTCK có VDL ≥ 2000 tỷ	17	30%
- Số lượng CTCK có VDL ≥ 1000 tỷ	39	68%
- Số lượng CTCK có VDL ≥ 500 tỷ	52	91%

Phụ lục 3: Tổng hợp các đợt chào bán cổ phiếu và trái phiếu ra công chúng năm 2020, 2021

Bảng A: Các đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng năm 2020

STT	TCPH	Đối tượng chào bán	Số lượng chào bán	Giá chào bán (VNĐ)	Tổng giá trị (VNĐ)
1	Công ty cổ phần Đầu tư và xây dựng Bình Dương ACC	Cổ đông hiện hữu	20,000,000	10,000	200,000,000,000
2	Tổng Công ty cổ phần Bảo hiểm Hàng không	Cổ đông hiện hữu	20,000,000	10,000	200,000,000,000
3	Công ty cổ phần Cảng Quảng Ninh	Cổ đông hiện hữu	25,000,000	13,500	337,500,000,000
4	Ngân hàng TMCP Việt Á	Cổ đông hiện hữu	150,499,590	10,000	1,504,995,900,000
5	Công ty cổ phần Thủy Điện Gia Lai	Cổ đông hiện hữu	10,250,000	25,000	256,250,000,000
6	Công ty cổ phần Nhựa Hà Nội	Cổ đông hiện hữu	2,000,000	45,000	90,000,000,000
7	Công ty cổ phần Nhựa Đồng Nai	Cổ đông hiện hữu	9,999,972	20,698	206,979,420,456
8	Công ty cổ phần Nước - Môi trường Bình Dương	Đầu giá	37,500,000	25,715	964,312,500,000
9	Công ty cổ phần Điện Gia Lai	Cổ đông hiện hữu	50,972,919	10,000	509,729,190,000
10	Ngân hàng TMCP Đông Nam Á	Cổ đông hiện hữu	140,734,000	10,000	1,407,340,000,000
11	Công ty cổ phần Dược Lâm Đồng	Cổ đông hiện hữu	5,559,247	10,000	55,592,470,000
12	Công ty cổ phần Phát hành Sách Thái Nguyên	Cổ đông hiện hữu	13,000,000	10,000	130,000,000,000
13	Công ty cổ phần Đầu tư xây dựng và Phát triển đô thị Thăng Long	Cổ đông hiện hữu	9,359,894	10,000	93,598,940,000
14	Ngân hàng TMCP Nam Á	Cổ đông hiện hữu	43,924,788	10,000	439,247,880,000
15	Công ty cổ phần Than Cao Sơn	Cổ đông hiện hữu	42,846,773	10,000	428,467,730,000
16	Công ty cổ phần Thủy Sản và TM Thuận Phước	Cổ đông hiện hữu	7,203,595	10,000	72,035,950,000

17	Công ty cổ phần Tập Đoàn An Phát Holdings	Cổ đông hiện hữu	4,300,000	25,000	107,500,000,000
18	Công ty cổ phần Sản xuất LD XNK Bình Thạnh	Cổ đông hiện hữu	12,000,000	15,000	180,000,000,000
19	Ngân hàng TMCP Việt Á	Cổ đông hiện hữu	150,499,590	10,000	1,504,995,900,000
20	Công ty cổ phần Đầu tư TM XNK Việt Phát	Cổ đông hiện hữu	26,446,412	10,000	264,464,120,000
21	Ngân hàng TMCP Sài Gòn - Hà Nội	Cổ đông hiện hữu	300,779,981	10,000	3,007,799,810,000
22	Công ty cổ phần Sợi Phú Bài	Cổ đông hiện hữu	4,000,000	16,000	64,000,000,000
23	Công ty cổ phần SCI	Cổ đông hiện hữu	10,197,446	10,000	101,974,460,000
24	Công ty cổ phần chứng khoán Thiên Việt	Cổ đông hiện hữu	10,000,000	10,000	100,000,000,000
25	Công ty cổ phần Thực phẩm Hữu Nghị	Cổ đông hiện hữu	10,000,000	10,000	100,000,000,000
26	CTCP TM và Vận tải Petrolimex Hà Nội	Cổ đông hiện hữu	1,465,389	10,000	14,653,890,000
27	CTCP Tập đoàn ASG	Cổ đông hiện hữu	7,244,987	10,000	72,449,870,000
28	Công ty cổ phần chứng khoán MB	Cổ đông hiện hữu	35,000,000	10,000	350,000,000,000
29	Công ty cổ phần Hạ tầng Nước Sài Gòn	Cổ đông hiện hữu	37,419,280	10,000	374,192,800,000
30	Công ty cổ phần Licogi 16	Cổ đông hiện hữu	29,399,898	10,000	293,998,980,000
31	Công ty cổ phần TM DV Tổng hợp Cảng Hải Phòng (Đợt 2)	Cổ đông hiện hữu	3,000,000	10,000	30,000,000,000
32	Công ty cổ phần Đầu tư và Xây dựng Xuân Mai	Cổ đông hiện hữu	9,623,225	10,000	96,232,250,000
33	Công ty cổ phần Sản xuất và TM Nam Hoa	Cổ đông hiện hữu	5,129,023	10,000	51,290,230,000
34	Công ty cổ phần Garmex Sài Gòn	Cổ đông hiện hữu	8,916,157	15,000	133,742,355,000
35	Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển TDT	Cổ đông hiện hữu	2,404,512	10,000	24,045,120,000
36	Công ty cổ phần Chiếu xạ An Phú	Cổ đông hiện hữu	11,804,030	25,000	295,100,750,000

Tổng giá trị các đợt chào bán	14,062,490,515,456
Trung bình giá trị đợt chào bán	390,624,736,540

Nguồn: Tác giả tổng hợp thông tin công bố trên trang thông tin điện tử của UBCKNN và các tổ chức phát hành

Bảng B: Các đợt chào bán cổ phiếu ra công chúng năm 2021

STT	TCPH	Đối tượng chào bán	Số lượng chào bán	Giá chào bán (VNĐ)	Tổng giá trị (VNĐ)
1	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Hà Nội	Cổ đông hiện hữu	539,154,742	12,500	6,739,434,275,000
2	Ngân hàng TMCP Sài Gòn	Cổ đông hiện hữu	500,000,000	10,000	5,000,000,000,000
3	Công ty CP Tập đoàn địa ốc Nova	Cổ đông hiện hữu	77,666,501	59,200	4,597,856,859,200
4	Công ty CP Tập đoàn Gelex	Cổ đông hiện hữu	292,946,400	12,000	3,515,356,800,000
5	Công ty CP Đầu tư DVTC Hoàng Huy	Cổ đông hiện hữu	219,546,659	12,800	2,810,197,235,200
6	Ngân hàng TMCP Đông Nam Á	Cổ đông hiện hữu	181,311,631	15,000	2,719,674,465,000
7	Công ty CP Chứng khoán TP HCM	Cổ đông hiện hữu	152,520,923	14,000	2,135,292,922,000
8	Tổng Công ty Rau quả, nông sản	Cổ đông hiện hữu	71,300,000	25,000	1,782,500,000,000
9	Công ty CP Chứng khoán Sài Gòn -Hà Nội	Cổ đông hiện hữu	103,634,101	13,500	1,399,060,363,500
10	Công ty CP Chứng khoán VIX	Cổ đông hiện hữu	127,718,975	10,000	1,277,189,750,000
11	Công ty CP Chứng khoán VIX	Cổ đông hiện hữu	127,718,975	10,000	1,277,189,750,000
12	Công ty CP Dịch vụ BĐS Đất Xanh	Cổ đông hiện hữu	35,830,114	32,000	1,146,563,648,000
13	Ngân hàng TMCP An Bình	Cổ đông hiện hữu	114,262,271	10,000	1,142,622,710,000
14	Công ty CP Chứng khoán SSI	Cổ đông hiện hữu	109,550,851	10,000	1,095,508,510,000
15	Công ty CP Nhựa An Phát Xanh	Đầu giá	75,000,000	14,000	1,050,000,000,000
16	Công ty CP Chứng khoán Tiên Phong	Cổ đông hiện hữu	100,000,000	10,000	1,000,000,000,000
17	Công ty CP Phát triển Hạ tầng kỹ thuật	Đầu giá	80,000,000	12,500	1,000,000,000,000
18	Ngân hàng TMCP Hàng hải VN	Cổ đông hiện hữu	82,522,811	12,000	990,273,732,000
19	Công ty CP Sam Holdings	Cổ đông hiện hữu	93,492,650	10,000	934,926,500,000
20	Công ty CP Bất động sản Thế Kỷ	Cổ đông hiện hữu	91,199,810	10,000	911,998,100,000

21	Công ty CP Chứng khoán KS	Cổ đông hiện hữu	88,983,457	10,000	889,834,570,000
22	Công ty CP Chứng khoán APG	Cổ đông hiện hữu	73,153,306	10,000	731,533,060,000
23	Công ty CP Chứng khoán MB	Cổ đông hiện hữu	70,423,512	10,000	704,235,120,000
24	Công ty CP Bamboo Capital	Cổ đông hiện hữu	68,002,880	10,000	680,028,800,000
25	Công ty CP Kosy	Cổ đông hiện hữu	57,638,888	10,000	576,388,880,000
26	Công ty CP Nông nghiệp BAF Việt Nam	Cổ đông hiện hữu	28,000,000	20,000	560,000,000,000
27	Công ty CP Tập đoàn An Phát Holding	Cổ đông hiện hữu	55,744,983	10,000	557,449,830,000
28	Công ty CP Licogi 16	Cổ đông hiện hữu	50,000,000	10,000	500,000,000,000
29	Công ty CP Đầu tư xây dựng Phú Thượng	Cổ đông hiện hữu	50,000,000	10,000	500,000,000,000
30	Công ty CP Chứng khoán Thành Công	Cổ đông hiện hữu	49,500,000	10,000	495,000,000,000
31	Công ty CP Tập đoàn Everland	Cổ đông hiện hữu	45,000,000	10,000	450,000,000,000
32	Công ty CP Địa ốc Sacom	Cổ đông hiện hữu	44,346,373	10,000	443,463,730,000
33	Công ty CP Chứng khoán Châu Á Thái Bình Dương	Cổ đông hiện hữu	39,000,000	10,000	390,000,000,000
34	Công ty CP Đầu tư Tài chính Hoàng Minh	Cổ đông hiện hữu	36,035,792	10,000	360,357,920,000
35	Công ty CP Chứng khoán Trí Việt	Cổ đông hiện hữu	35,571,936	10,000	355,719,360,000
36	Ngân hàng TMCP Bản Việt	Cổ đông hiện hữu	35,233,333	10,000	352,333,330,000
37	Công ty CP Xây dựng SCG	Cổ đông hiện hữu	35,000,000	10,000	350,000,000,000
38	Công ty CP Tập đoàn Quản lý tài sản Trí Việt	Cổ đông hiện hữu	34,534,390	10,000	345,343,900,000
39	Công ty CP Chứng khoán APG	Cổ đông hiện hữu	34,028,900	10,000	340,289,000,000
40	Công ty CP Đầu tư IDJ Việt nam	Cổ đông hiện hữu	32,600,000	10,000	326,000,000,000
41	Công ty CP Viglacera Tiên Sơn	Cổ đông hiện hữu	30,500,000	10,000	305,000,000,000
42	Công ty CP Camimex Group	Cổ đông hiện hữu	30,408,751	10,000	304,087,510,000

43	Công ty CP Tập đoàn Tư vấn đầu tư XD Kiên Giang (*)	Cổ đông hiện hữu	30,000,000	10,000	300,000,000,000
44	Công ty CP Cấp nước Đồng Nai	Cổ đông hiện hữu	20,000,000	15,000	300,000,000,000
45	Công ty CP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	Cổ đông hiện hữu	30,000,000	10,000	300,000,000,000
46	Công ty CP Thaiholdings	Cổ đông hiện hữu	29,610,000	10,000	296,100,000,000
47	Công ty CP Thủy Điện Gia Lai	Cổ đông hiện hữu	15,887,500	18,000	285,975,000,000
48	Công ty CP XNK Đông Dương	Cổ đông hiện hữu	28,519,943	10,000	285,199,430,000
49	Công ty CP Hưng Thịnh Incons	Cổ đông hiện hữu	16,531,105	17,000	281,028,785,000
50	Công ty CP Thực phẩm Sao Ta	Cổ đông hiện hữu	9,808,800	25,000	245,220,000,000
51	Công ty CP Tập đoàn BGI	Cổ đông hiện hữu	24,022,639	10,000	240,226,390,000
52	Công ty CP BĐS Khải Hoàn Land	Cổ đông hiện hữu	16,000,000	15,000	240,000,000,000
53	Công ty CP Khoáng sản Miền Đông AHP	Cổ đông hiện hữu	24,000,000	10,000	240,000,000,000
54	Công ty CP Tập đoàn Quản lý tài sản Trí Việt	Cổ đông hiện hữu	23,022,962	10,000	230,229,620,000
55	Công ty CP Đầu tư và xây dựng số 18	Cổ đông hiện hữu	0	10,000	0
56	Công ty CP City Auto	Cổ đông hiện hữu	22,760,032	10,000	227,600,320,000
57	Công ty CP Nhựa Đồng Nai	Cổ đông hiện hữu	10,914,568	20,698	225,909,728,464
58	Công ty CP Năng lượng và BĐS Trường Thành	Cổ đông hiện hữu	21,589,095	10,000	215,890,950,000
59	Công ty CP Vận tải Sản phẩm Khí Quốc tế	Cổ đông hiện hữu	20,000,000	10,000	200,000,000,000
60	Công ty CP Vinafreight	Cổ đông hiện hữu	16,753,500	10,000	167,535,000,000
61	Công ty CP Chứng khoán Trí Việt	Cổ đông hiện hữu	16,417,999	10,000	164,179,990,000
62	Công ty CP Đầu tư Sản xuất Bảo Ngọc	Cổ đông hiện hữu	8,000,000	20,000	160,000,000,000
63	Công ty CP Create Capital Việt Nam	Cổ đông hiện hữu	15,000,000	10,000	150,000,000,000
64	Công ty CP Đầu tư và Công nghệ HVC	Cổ đông hiện hữu	15,000,000	10,000	150,000,000,000

65	Công ty CP Chứng khoán Thành Công	Cổ đông hiện hữu	14,400,000	10,000	144,000,000,000
66	Công ty CP Xây dựng Phục Hưng Holdings	Cổ đông hiện hữu và đầu giá	12,874,130	10,000	128,741,300,000
		Đầu giá	10,000,000	12,000	120,000,000,000
67	Công ty CP SCI E & C	Cổ đông hiện hữu	12,099,968	10,000	120,999,680,000
68	Công ty CP Chứng khoán Alpha	Cổ đông hiện hữu	11,723,880	10,000	117,238,800,000
69	Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt	Cổ đông hiện hữu	10,250,000	10,000	102,500,000,000
70	Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt	Cổ đông hiện hữu	10,250,000	10,000	102,500,000,000
71	Công ty CP Damsam	Cổ đông hiện hữu	10,000,000	10,000	100,000,000,000
72	Công ty CP Vận tải xăng dầu đường thủy Petrolimex	Cổ đông hiện hữu	7,680,239	10,000	76,802,390,000
73	Công ty CP Cencon Việt Nam	Cổ đông hiện hữu	7,618,400	10,000	76,184,000,000
74	Công ty CP Khang Minh Group	Cổ đông hiện hữu	7,441,854	10,000	74,418,540,000
75	Công ty CP Thương nghiệp Cà Mau	Cổ đông hiện hữu	6,051,956	10,000	60,519,560,000
76	Công ty CP TMDV TNS Holdings	Cổ đông hiện hữu	1,929,825	28,500	55,000,012,500
77	Công ty CP SX và TM Nhựa Việt Thành	Đầu giá	5,000,000	11,000	55,000,000,000
78	Công ty CP Gang Thép Hà Nội	Cổ đông hiện hữu	5,000,000	10,000	50,000,000,000
79	Công ty CP XD và Giao thông Bình Dương	Đầu giá	5,000,000	10,000	50,000,000,000
80	Công ty CP Đầu tư và Phát triển TDT	Cổ đông hiện hữu	4,648,714	10,000	46,487,140,000
81	Công ty CP Sadico Cần Thơ	Cổ đông hiện hữu	3,000,000	10,000	30,000,000,000
82	Công ty CP Đá Hoàng Mai	Cổ đông hiện hữu	1,800,000	15,200	27,360,000,000
83	Công ty CP Cấp nước Trà Nóc - Ô Môn	Cổ đông hiện hữu	2,659,350	10,000	26,593,500,000
84	Công ty CP Phụ gia Nhựa	Cổ đông hiện hữu	1,650,000	10,000	16,500,000,000
85	Công ty CP Sách và Thiết bị trường học Quảng Ninh	Cổ đông hiện hữu	1,620,000	10,000	16,200,000,000

86	Công ty CP Kho vận và Dịch vụ TM	Cổ đông hiện hữu	1,249,600	10,000	12,496,000,000
87	Công ty CP Minh Hưng Quảng Trị	Đầu giá	500,000	22,000	11,000,000,000
88	Công ty CP SX và TM Tùng Khánh	Cổ đông hiện hữu	463,000	10,000	4,630,000,000
Tổng giá trị các đợt chào bán					59,572,976,765,864
Trung bình giá trị đợt chào bán					676,965,645,067

Nguồn: Tác giả tổng hợp thông tin công bố trên trang thông tin điện tử của UBCKNN và các tổ chức phát hành.

(*) Trong 88 đợt chào bán ra công chúng, chỉ có đợt chào bán của Công ty CP Tập đoàn Tư vấn đầu tư XD Kiên Giang sử dụng dịch vụ BLPHCK do Công ty cổ phần chứng khoán Tân Việt thực hiện.

Bảng C. Các đợt chào bán trái phiếu ra công chúng năm 2021

STT	TCPH	Số lượng chào bán	Giá chào bán	Giá trị (triệu VNĐ)	Phương thức chào bán	TCBL
1	Công ty cổ phần Vinhomes	20,900,000	100,000	2,090,000	BLPHCK (nỗ lực tối đa)	
2	Công ty cổ phần Vinhomes	22,800,000	100,000	2,280,000		
3	Ngân hàng TMCP Công thương VN	50,000,000	100,000	5,000,000		
4	Ngân hàng TMCP ĐT và PT VN	12,000,000	100,000	1,200,000	BLPHCK (cam kết chắc chắn)	
5	Ngân hàng TMCP ĐT và PT VN	10,000,000	100,000	1,000,000	Đại lý	
6	Công ty cổ phần Hạ tầng kỹ thuật Tp HCM	5,000,000	100,000	500,000	BLPHCK (nỗ lực tối đa)	TPBS
7	Công ty cổ phần Điện Gia Lai	7,000,000	100,000	700,000	BLPHCK (nỗ lực tối đa)	TCBS
8	Công ty cổ phần Glexhomes (đợt 2)	5,000,000	100,000	500,000	Đại lý	
9	Công ty cổ phần Masan Meatlife	19,999,800	100,000	1,999,980	BLPHCK (nỗ lực tối đa)	TCBS
10	Tổng công ty phát triển đô thị Kinh Bắc	15,000,000	100,000	1,500,000	Đại lý	
11	Công ty cổ phần Glexhomes (đợt 1)	5,000,000	100,000	500,000	Đại lý	
12	Công ty cổ phần Tập đoàn Vingroup (Đợt 2)	28,600,000	100,000	2,860,000	BLPHCK (nỗ lực tối đa)	
13	Ngân hàng TMCP Bưu điện Liên Việt (Đợt 3)	25,000	10,000,000	250,000	Đại lý	
14	Công ty cổ phần Thành Thành Công - Biên Hòa	7,000,000	100,000	700,000	BLPHCK (nỗ lực tối đa)	TCBS

Nguồn: Tác giả tổng hợp thông tin công bố trên trang thông tin điện tử của UBCKNN và các tổ chức phát hành

THÔNG TIN VỀ LUẬN ÁN TIẾN SĨ

Đề tài luận án: Pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam

Chuyên ngành: Luật Kinh tế

Mã số chuyên ngành: 938.01.07

Nghiên cứu sinh: Nguyễn Thị Phương Thảo Khóa: 23

Người hướng dẫn khoa học: 1. TS. Nguyễn Văn Tuyến; 2. TS. Vũ Văn Cương

Cơ sở đào tạo: Trường Đại học Luật Hà Nội

TÓM TẮT NHỮNG ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN ÁN

Trên cơ sở kế thừa có chọn lọc những thành tựu mà các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước có liên quan đã công bố, cùng với việc nghiên cứu quy định pháp luật hiện hành về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam, luận án có một số đóng góp mới như sau:

Thứ nhất, luận án đã nghiên cứu một cách có hệ thống các vấn đề lí luận về bảo lãnh phát hành chứng khoán. Theo đó, luận án đã làm rõ bản chất của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán, chỉ ra một số điểm đặc thù của bảo lãnh phát hành chứng khoán và phân tích một cách toàn diện, dưới nhiều góc độ về vai trò của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán. Đặc biệt, luận án kế thừa lí luận về vai trò “người gác cổng” của chủ thể thực hiện bảo lãnh phát hành chứng khoán để nghiên cứu phát triển trong điều kiện thị trường chứng khoán Việt Nam. Từ kết quả nghiên cứu các vấn đề lí luận về bảo lãnh phát hành chứng khoán, luận án đã xây dựng được khung lí luận pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Thứ hai, luận án đã đánh giá toàn diện và tổng thể thực trạng pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam trong bối cảnh tình hình mới. Trên cơ sở các phân tích các quy định hiện hành, thực tiễn thị trường và so sánh, đối chiếu với pháp luật một số quốc gia trên thế giới, đồng thời xem xét mức độ đáp ứng yêu cầu của các nguyên tắc pháp lý cơ bản trong quá trình xây dựng pháp luật, bên cạnh việc chỉ ra các ưu điểm, luận án đã làm rõ những bất cập, hạn chế của pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán theo từng nhóm quy định. Kết quả nghiên cứu cho thấy, việc hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán là yêu cầu cấp thiết hiện nay.

Thứ ba, luận án đã đưa ra một cách có hệ thống những giải pháp, kiến nghị có tính khả thi cao, nhằm hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán, phù hợp với nhu cầu thực tiễn và thông lệ quốc tế, góp phần hoàn thiện hệ thống pháp luật về thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh mới.

Người hướng dẫn khoa học

Nghiên cứu sinh

INFORMATION ON THE DOCTOR THESIS

Thesis topic: Laws on securities underwriting in Vietnam

Major: Economic Law

Major code: 938.01.07

PhD candidate: Nguyen Thi Phuong Thao

Course: 23

Scientific instructors: 1. Dr. Nguyen Van Tuyen; 2. Dr. Vu Van Cuong

Training institution: Hanoi Law University

SUMMARY OF NEW CONTRIBUTIONS OF THE THESIS

On the basis of selective inheritance of achievements published by relevant domestic and foreign studies, together with the study of current legal regulations on securities underwriting in Vietnam, The thesis has some new major contributions as follows:

Firstly, the thesis has systematically studied the theoretical issues of securities underwriting. Accordingly, the thesis has clarified the nature of securities underwriting activities, pointed out some specific features of securities underwriting and comprehensively analyze, from many angles on the role of securities underwriting activities. In particular, the thesis inherits the theory about the role of "gatekeeper" of the subject of securities underwriting for research and development in the conditions of Vietnam's stock market. From the results of research on theoretical issues on securities underwriting, the thesis has built a theoretical framework on the law on securities underwriting.

Secondly, the thesis has comprehensively and comprehensively assessed the legal status of securities underwriting in Vietnam in the new context. On the basis of the analysis of current regulations, market practices and comparison and comparison with the laws of some countries in the world, and at the same time consider the level of satisfaction of the basic legal principles. In addition to pointing out the advantages, the thesis has clarified the inadequacies and limitations of the law on securities underwriting under each group of regulations. Research results show that the improvement of the law on securities underwriting is an urgent requirement today.

Thirdly, the thesis has systematically proposed solutions and recommendations with high feasibility, in order to improve the law on securities underwriting, in line with practical needs and international practices, contributing to perfecting the legal system on Vietnam's stock market in the new context.

Supervisor

PhD Candidate

1. Dr. Nguyen Van Tuyen 2.Dr. Vu Van Cuong Nguyen Thi Phuong Thao

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TƯ PHÁP

TRƯỜNG ĐẠI HỌC LUẬT HÀ NỘI

**PHÁP LUẬT VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN
Ở VIỆT NAM**

Chuyên ngành: Luật Kinh tế
Mã số: 938.01.07

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ LUẬT HỌC

Hà Nội – 2022

Công trình được hoàn thành tại:

Trường Đại học Luật Hà Nội

Người hướng dẫn khoa học: TS. Nguyễn Văn Tuyền
TS. Vũ Văn Cương

Phản biện 1:

Phản biện 2:

Phản biện 3:

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án tiến sĩ cấp Trường, họp tại Trường Đại học Luật Hà Nội vào hồih.... ngày tháng ... năm 2022

Có thể tìm hiểu luận án tại:

- 1) Thư viện Quốc gia
- 2) Thư viện Trường Đại học Luật Hà Nội

MỞ ĐẦU

1. LÍ DO CHỌN ĐỀ TÀI

Thứ nhất, về mặt thực tiễn, lịch sử phát triển thị trường vốn trên thế giới cho thấy vai trò đặc biệt quan trọng của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán (BLPHCK). Trong khi đó, tại Việt Nam, thị trường vốn dần trở thành kênh huy động vốn quan trọng nhưng vai trò của hoạt động BLPHCK vô cùng mờ nhạt.

Thứ hai, về mặt pháp luật, hoạt động BLPHCK đã được quy định trong Luật chứng khoán và các văn bản dưới luật nhưng còn tồn tại nhiều bất cập, hạn chế ảnh hưởng đến sự phát triển của hoạt động BLPHCK nói riêng và TTCK nói chung.

Thứ ba, về mặt nghiên cứu, cho đến nay chưa có công trình khoa học nghiên cứu một cách bao quát, toàn diện về các vấn đề lý luận và thực tiễn về pháp luật BLPHCK.

Xuất phát từ những lý do cơ bản trên, NCS đã lựa chọn vấn đề “*Pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán tại Việt Nam*” làm đề tài luận án Tiến sĩ Luật học.

2. MỤC ĐÍCH, NHIỆM VỤ NGHIÊN CỨU

Mục đích nghiên cứu của luận án là xây dựng cơ sở lý luận về hoạt động BLPHCK và pháp luật về BLPHCK, đánh giá được thực trạng pháp luật hiện hành về BLPHCK ở Việt Nam và đề xuất các giải pháp hoàn thiện pháp luật. Luận án hướng đến mục tiêu tạo cơ sở pháp lý hoạt thiện thúc đẩy hoạt động BLPHCK phát triển.

Để đạt được mục đích trên, NCS xác định các nhiệm vụ nghiên cứu sau:

- Nghiên cứu những vấn đề lý luận về hoạt động BLPHCK và pháp luật về BLPHCK.

- Nghiên cứu nội dung pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam để làm rõ những ưu điểm và hạn chế, bất cập.

- Đưa ra các giải pháp hoàn thiện pháp luật về BLPHCK đảm bảo tính khả thi, đáp ứng yêu cầu thực tiễn và nhu cầu hội nhập quốc tế.

3. ĐỐI TƯỢNG, PHẠM VI NGHIÊN CỨU

Đối tượng nghiên cứu luận án bao gồm: các quan điểm khoa học, học thuyết pháp lý của các tác giả trong và ngoài nước đã công bố; hệ thống các quy định hiện hành về BLPHCK ở Việt Nam và các nguyên tắc của IOSCO; thực tiễn hoạt động BLPHCK của các CTCK tại Việt Nam.

Phạm vi nghiên cứu của luận án được xác định như sau:

- Tập trung nghiên cứu các vấn đề lý thuyết về BLPHCK cũng như các quy định pháp luật điều chỉnh hoạt động BLPHCK từ khi Luật chứng khoán số 54/2019/QH14 có hiệu lực cho đến nay.

- Không nghiên cứu nội dung pháp luật về BLPHCK đối với trái phiếu Chính phủ.

4. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

NCS đã sử dụng nhiều phương pháp nghiên cứu như: phân tích, so sánh, tổng hợp, suy luận logic, tiếp cận lịch sử, phỏng đoán khoa học,

5. NHỮNG ĐÓNG GÓP MỚI CỦA LUẬN ÁN

Thứ nhất, luận án đã nghiên cứu một cách có hệ thống các vấn đề lý luận về bảo lãnh phát hành chứng khoán (đã làm rõ bản chất, đặc thù của hoạt động BLPHCK so với các hoạt động kinh doanh chứng khoán khác và nghiên cứu một cách toàn diện, dưới nhiều góc độ vai trò của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán trên cơ sở kế thừa lý luận về vai trò “người gác cổng”). Từ đó, luận án đã xây dựng được khung lý luận pháp luật về BLPHCK.

Thứ hai, luận án đã đánh giá toàn diện và tổng thể thực trạng pháp

luật về BLPHCK ở Việt Nam trong bối cảnh tình hình mới. Bên cạnh việc chỉ ra các ưu điểm, luận án đã làm rõ những bất cập, hạn chế của pháp luật về BLPHCK theo từng nhóm quy định. Kết quả nghiên cứu cho thấy, việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK là yêu cầu cấp thiết hiện nay.

Thứ ba, luận án đã đưa ra một cách có hệ thống những giải pháp có tính khả thi cao, nhằm hoàn thiện pháp luật về BLPHCK, phù hợp với nhu cầu thực tiễn và thông lệ quốc tế, góp phần hoàn thiện hệ thống pháp luật về thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh mới.

6. Ý NGHĨA KHOA HỌC VÀ TÍNH THỰC TIỄN CỦA ĐỀ TÀI

Thứ nhất, luận án làm rõ hơn một số vấn đề lí luận về BLPHCK và pháp luật về BLPHCK, từ đó đánh giá toàn diện và tổng quát thực trạng pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam, chỉ ra những ưu điểm và bất cập, hạn chế còn tồn tại cần hoàn thiện. Luận án đưa ra các giải pháp hoàn thiện pháp luật về BLPHCK phù hợp với yêu cầu thực tiễn thị trường và thông lệ quốc tế.

Thứ hai, đóng góp luận cứ khoa học cho yêu cầu hoàn thiện pháp luật về BLPHCK nói riêng và hoàn thiện pháp luật KDCK nói chung.

7. KẾT CẤU CỦA LUẬN ÁN

Ngoài phần mở đầu, phần kết luận, phụ lục và danh mục tài liệu tham khảo, luận án triển khai theo kết cấu 2 phần:

- Phần thứ nhất: Tổng quan tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án.

- Phần thứ hai: nội dung luận án gồm 3 chương.

Phần thứ nhất

TỔNG QUAN TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN

ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

I. KHÁI QUÁT TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

1. Các công trình nghiên cứu trong nước liên quan đến các vấn đề nghiên cứu của đề tài luận án

1.1. Các công trình nghiên cứu trong nước về hoạt động kinh doanh chứng khoán (KDCK) và pháp luật điều chỉnh hoạt động KDCK

Một số công trình nghiên cứu điển hình cho vấn đề này bao gồm: Trần Đăng Khâm (2002), “*Giải pháp thúc đẩy sự tham gia của các trung gian tài chính trong tiến trình xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán ở Việt Nam*”, Luận án tiến sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân; Lê Thị Lan Hương (2008), “*Phát triển hoạt động của công ty chứng khoán ở Việt Nam*”, Luận án tiến sĩ kinh tế, Đại học Kinh tế quốc dân; Hoàng Thị Bích Hà (2018), “*An toàn tài chính của các công ty chứng khoán Việt Nam*”, Luận án tiến sĩ kinh tế, Học viện Tài chính; Phạm Thị Giang Thu (2002), “*Xây dựng và hoàn thiện khung pháp luật TTCK ở Việt Nam*”, Luận án tiến sĩ luật học, Đại học Luật Hà Nội; Nguyễn Thị Thuận (2009), “*Hoàn thiện pháp luật về các tổ chức KDCK trên TTCK tập trung ở Việt Nam*”, Luận án tiến sĩ luật học, Đại học Quốc gia Hà Nội; Nguyễn Minh Hằng (2010), Đại học Luật Hà Nội, về đề tài “*Pháp luật về chào bán cổ phần của công ty cổ phần ở Việt Nam - những vấn đề lí luận và thực tiễn*”, Luận án tiến sĩ luật học, Đại học Luật Hà Nội; Phạm Thị Giang Thu (2004), “*Một số vấn đề về pháp luật chứng khoán và TTCK ở Việt Nam*”, NXB Chính trị quốc gia; Lê Thị Thu Hằng (2015), “*Xây dựng cơ chế quản lý chào bán chứng khoán ra công chúng dựa trên công bố thông tin đầy đủ*”, UBCKNN; Lê Sử Năng (2020), “*Ứng dụng hệ thống giám sát trên cơ sở rủi ro đối với các CTCK tại Việt Nam*”, UBCKNN;

1.2. Các công trình nghiên cứu trong nước về hoạt động BLPHCK và pháp luật về BLPHCK

Các công trình nghiên cứu tiêu biểu có liên quan bao gồm: Mạc Quang Huy (2009), *“Cẩm nang Ngân hàng đầu tư”*, NXB Thống kê; Phạm Thị Giang Thu (2000), *“Bàn về bảo lãnh phát hành trong thị trường chứng khoán”*, Tạp chí Luật học, số 1/2000; Vũ Kim Liên (2001), *“Mô hình tổ chức và hoạt động bảo lãnh phát hành và tư vấn tài chính trên thị trường sơ cấp ở Việt Nam”*, đề tài khoa học cấp bộ.

2. Các công trình nghiên cứu nước ngoài liên quan đến các vấn đề nghiên cứu của đề tài luận án

Thứ nhất, các công trình nghiên cứu về một số vấn đề lí luận về BLPHCK, bao gồm:

- Các công trình nghiên cứu đề cập đến vai trò của hoạt động BLPHCK như Reinier H. Kraakman, (1984), *“Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Controls”*, The Yale Law Journal, Vol.93; Reinier H. Kraakman, (1986), *“Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy”*, Journal of Law, Economics & Organization, Vol.2, No.1; Thomas J. Chemmanur and Karthik Krishnan (2012), *“Heterogeneous Beliefs, IPO Valuation, and the Economic Role of the Underwriter in IPOs”*, Financial Management, Vol.41; Harald M. Fischer and Timothy G. Pollock (2004), *“Effects of Social Capital and Power on Surviving Transformational Change: The Case of Initial Public Offerings”*, The Academy of Management Journal, Vol.47, No.4; Timothy G. Pollock (2004), *“The benefits and costs of underwriters’ social capital in the US initial public offerings market”*, Strategic Organization, Vol.2, No.4.

- Các công trình nghiên cứu đề cập đến phương thức BLPHCK như: Lena Chua (1995), *“A Reexamination of the Costs of Firm Commitment and Best Efforts IPOs”*, The Financial Review Vol.30,

No.2; Ann Guenther Sherman (1992), *“The Pricing of Best Efforts New Issues”*, The Journal of Finance, Vol.47, No.2; Craig G. Dunbar (1998), *“The Choice between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers”*, Journal of Financial Intermediation, Vol.7; Oyvind Bohrena, B. Espen Eckbob & Dag Michalsena (1997), *“Why underwrite rights offerings? Some new evidence”*, Journal of Financial Economics Vol.46.

- Các công trình đề cập đến vấn đề tổ hợp BLPHCK như: Pegaret Pichler & William Wilhelm (2001), *“A Theory of the Syndicate: Form Follows Function”*, The Journal of Finance, Vol.LVI, No.6; Shane A. Corwin and Paul Schultz (2005), *“The Role of IPO Underwriting Syndicates: Underpricing, Certification, and Information Production”*, The Journal of Finance, Vol.LX, No.1; Rajesh P. Narayanan, Kasturi P. Rangan & Nanda K. Rangan (2004), *“The Role of Syndicate Structure in Bank Underwriting”*, Journal of Financial Economics, Vol.72.

- Các công trình nghiên cứu đề cập đến mối quan hệ giữa tổ chức bảo lãnh và nhà đầu tư tổ chức là khách hàng truyền thống ảnh hưởng đến việc định giá thấp chứng khoán: Murat M. Binay, Vladimir A. Gatchev, and Christo A. Pirinsky (2007), *“The Role of Underwriter-Investor Relationships in the IPO Process”*, Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol.42, No.3; Benveniste, L. M., and P. A. Spindt (1989), *“How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues”*, Journal of Financial Economics, Vol.24; Sherman, A. E., and S. Titman (2002), *“Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information”*, Journal of Financial Economics, Vol.65.

Thứ hai, các công trình nghiên cứu tiêu biểu về nội dung pháp luật về BLPHCK, bao gồm:

- Các công trình nghiên cứu về chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK: George J. Papaioannou (2010), *“Commercial Banks in Underwriters and the Decline of the Independent Investment Bank Model”*, Journal of International Business and Law Volume 9, Issue 1, Article 4; *“Restrictions on Bank Underwriting of Corporate Securities: A Proposal for More Permissive Regulation”*, Harvard Law Review, Vol.97, No.3 (1984).

- Các công trình nghiên cứu về quy định liên quan đến các phương thức BLPHCK: James F.Cotter and Randall S. Thomas (1998), *“Firm Commitment Underwriting Risk and the Over-allotment Option (OAO): Do we need further Legal Regulation?”*, Securities Regulation Law Journal, Vol 26; David Shine (2004), *“Best Efforts” Standards Under New York Law: Legal and Practical Issues*, Glasser LegalWorks, Vol.7, No.9; Robert B. Robbins (2013), *“Structuring Best Efforts Offerings and Closing Under Rule 10b-9”*, The American Law Institute Continuing Legal Education.

- Các công trình nghiên cứu về hợp đồng BLPHCK: Stephen J. Weiss (1971), *“The Underwriting Agreement-Form and Commentary”*, The Business Lawyer, Vol.26, No.3; Gershon Mandelker & Artur Ravid (1977), *“Investment Banking: An Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts”*, The Journal of Finance Vol.XXXII, No.3; David P.Baron (1980), *“The Incentive Problem and The Design of Investment Banking Contracts”*, Journal of Banking and Finance, Vol.3.

- Các công trình nghiên cứu về trách nhiệm pháp lý của tổ chức bảo lãnh: Edward F. Greene (1981), *“Determining the Responsibilities of*

Underwriters Distributing Securities within an Integrated Disclosure System", Notre Dame Law Review, Vol.56, Iss.5; Eric Seitz (2008), *"Underwriter Due Diligence: It's Not A Whole New Ballgame"*, SMU Law Review, Vol.61; Dana B. Klinges (1985), *"Expanding the Liability of Managing Underwriters Under the Securities Act of 1933"*, Fordham Law Review, Vol.53, Iss.5; William K. Sjostrom, Jr (2006), *"The Due Diligence Defense Under Section 11 of The Securities Act of 1933"*, Brandeis Law Journal, Vol.44; Noam Sher (2014), *"Underwriters' Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis"*, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol.27, Iss.2.

- Các công trình nghiên cứu khác đề cập đến một số vấn đề liên quan đến nội dung pháp luật về BLPHCK: Lucas C. Townsend (2004), *"Can Wall Street's "Global Resolution" Prevent Spinning? A Critical Evaluation of Current Alternatives"*, Seton Hall Law Review, Vol.34; Kuntara Pukthuanthong, Nikhil P. Varaiya & Thomas J. Walker (2007), *"Bookbuilding versus Auction Selling Methods: A Study of US IPOs"*, Venture Capital, Vol.9, No.4; Kenji Kutsuna & Richard Smith (2004), *"Why Does Booking Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan"*, The Review of Financial Studies, Vol.17, No.4. Richard B. Carter & Frederick H. Dark (1990), *"The Use of the Over-Allotment Option in Initial Public Offerings of Equity: Risk and Underwriter Prestige"*, Financial Management, Vol.19, No.3.

II. ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG TÌNH HÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

1. Đánh giá chung về tình hình nghiên cứu liên quan đến đề tài luận án

- Nhận xét tổng quát, có khá nhiều công trình khoa học nước ngoài nghiên cứu về hoạt động BLPHCK dưới góc độ kinh tế và luật học. Trong khi đó, các công trình khoa học trong nước về nội dung này lại khá hạn chế, hầu như dừng lại ở việc nghiên cứu về hoạt động KDCK nói chung.

- Các vấn đề mang tính lí luận về BLPHCK đã được quan tâm nghiên cứu trong nhiều công trình khoa học nhưng chưa mang tính bao quát và tổng thể, vẫn còn một số vấn đề lí luận chưa được giải quyết thấu đáo, cần được làm sáng tỏ.

- Có rất ít công trình nghiên cứu chuyên sâu về pháp luật BLPHCK nên nội dung lí luận pháp luật về BLPHCK chưa được làm rõ.

- Thực trạng pháp luật BLPHCK ở Việt Nam chưa được nghiên cứu một cách bao quát.

- Các kiến nghị, giải pháp hoàn thiện pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam chỉ được đề cập một cách hạn chế, đơn lẻ và chưa đảm bảo tính cập nhật.

2. Những vấn đề liên quan đến luận án đã được giải quyết

- Những vấn đề lí luận về hoạt động phát hành chứng khoán và hoạt động KDCK nói chung.

- Một số nội dung lí luận về BLPHCK như đặc trưng về tính rủi ro của BLPHCK, các nội dung nghiệp vụ của BLPHCK, vai trò “người gác cổng” và trung gian thông tin của BLPHCK.

- Đánh giá thực trạng pháp luật điều chỉnh hoạt động của tổ chức KDCK ở Việt Nam và các kiến nghị tại thời điểm nghiệm thu công trình.

3. Những vấn đề luận án tiếp tục nghiên cứu và giải quyết

- Về phương diện lí luận: tiếp tục nghiên cứu và làm rõ hơn một số vấn đề lí luận về BLPHCK.

- Về phương diện thực tiễn: (i) xem xét, đánh giá toàn diện thực trạng pháp luật hiện hành về BLPHCK ở Việt Nam để chỉ ra các ưu điểm cùng bất cập, hạn chế; (ii) nghiên cứu xác định phương hướng và giải pháp hoàn thiện pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam.

4. Những vấn đề luận án không nghiên cứu

- Vấn đề BLPHCK là trái phiếu Chính phủ và pháp luật liên quan đến bảo lãnh phát hành trái phiếu Chính phủ.

- Vấn đề giải quyết tranh chấp phát sinh từ hoạt động BLPHCK.

III. CƠ SỞ LÝ THUYẾT NGHIÊN CỨU, CÂU HỎI VÀ GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

1. Cơ sở lý thuyết

- *Thứ nhất*, lý thuyết về quyền tự do kinh doanh

- *Thứ hai*, lý thuyết về người gác cổng

- *Thứ ba*, lý thuyết về trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng

- Các nguyên tắc của IOSCO.

2. Câu hỏi nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

- **Câu hỏi nghiên cứu 1:** *Hoạt động BLPHCK có gì khác so với với các hoạt động KDCK khác? Bên cạnh vai trò mang lại nguồn doanh thu cho các CTCK với tư cách một hoạt động kinh doanh, hoạt động BLPHCK còn có vai trò như thế nào đối với các chủ thể khác trên thị trường?*

Giả thuyết nghiên cứu: Bản chất của hoạt động BLPHCK gắn liền với cam kết thực hiện nghĩa vụ mua chứng khoán phát hành của TCBL với TCPH. Hoạt động BLPHCK có vai trò quan trọng không chỉ với TCBL mà còn đối với các TCPH, cơ quan quản lý và nhà đầu tư.

- **Câu hỏi nghiên cứu 2:** *Cần xác định cấu trúc pháp luật về BLPHCK gồm những nhóm quy định nào?*

Giả thuyết nghiên cứu 2: Pháp luật về BLPHCK phải được cấu

trúc gồm các nhóm quy định cơ bản về chủ thể thực hiện, các phương thức thực hiện, nội dung, hình thức pháp lý, giới hạn an toàn và quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK.

- Câu hỏi nghiên cứu 3: *Pháp luật hiện hành về BLPHCK ở Việt Nam còn tồn tại những hạn chế, bất cập nào ảnh hưởng đến hiệu quả của hoạt động BLPHCK?*

Giả thuyết nghiên cứu: Pháp luật hiện hành về BLPHCK còn tồn tại những bất cập và hạn chế, gây khó khăn cho các chủ thể trong quá trình triển khai thực hiện trên thực tế.

- Câu hỏi nghiên cứu 4: Những định hướng cơ bản và những giải pháp cụ thể nào cần được áp dụng để hoàn thiện pháp luật về BLPHCK?

Giả thuyết nghiên cứu: Hoàn thiện pháp luật về BLPHCK cần dựa trên những định hướng nhất định, đảm bảo phù hợp với chủ trương, đường lối của Đảng và Nhà nước về phát triển thị trường tài chính và nhu cầu hội nhập quốc tế. Các giải pháp cụ thể nhằm hoàn thiện pháp luật về BLPHCK phải trên cơ sở thực trạng pháp luật đã được phân tích và những định hướng hoàn thiện đã xác định.

KẾT LUẬN

Cho đến nay, vấn đề pháp luật về BLPHCK đã được đề cập trong một số công trình nghiên cứu có liên quan. Tuy nhiên, chưa có công trình nghiên cứu trong nước và nước ngoài nghiên cứu chuyên sâu và toàn diện về vấn đề này.

Phần thứ hai

NỘI DUNG LUẬN ÁN

CHƯƠNG 1. NHỮNG VẤN ĐỀ LÝ LUẬN VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN VÀ PHÁP LUẬT VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

1.1. Những vấn đề lý luận về bảo lãnh phát hành chứng khoán

1.1.1. Khái niệm phát hành chứng khoán

Phát hành chứng khoán là việc chào bán chứng khoán do một số chủ thể được quyền phát hành chứng khoán thực hiện nhằm mục đích huy động vốn.

1.1.2. Khái niệm, đặc điểm, bản chất pháp lý của bảo lãnh phát hành chứng khoán

1.1.2.1. Khái niệm bảo lãnh phát hành chứng khoán

BLPHCK là hoạt động kinh doanh chứng khoán, theo đó tổ chức bảo lãnh cam kết phân phối chứng khoán cho tổ chức phát hành thông qua việc mua lại chứng khoán phát hành hoặc chỉ thực hiện phân phối chứng khoán cho nhà đầu tư và thực hiện một hoặc một số công việc khác hỗ trợ quá trình chào bán chứng khoán của tổ chức phát hành.

1.1.2.2. Đặc điểm của bảo lãnh phát hành chứng khoán

- Là hoạt động phái sinh từ hoạt động phát hành chứng khoán và luôn gắn liền với hoạt động phát hành chứng khoán.
- Là hoạt động mang tính chất bảo hiểm rủi ro
- Là hoạt động KDCK có tính rủi ro cao nhất
- Là hoạt động KDCK hỗn hợp
- Nhà đầu tư là chủ thể “ẩn danh” trong quan hệ BLPHCK
- Chủ thể thực hiện BLPHCK thường phải tuân thủ các giới hạn an toàn trong quá trình triển khai thực hiện nghiệp vụ BLPHCK.

1.1.2.3. Bản chất pháp lý của bảo lãnh phát hành chứng khoán

- BLPHCK không phải là một giao dịch bảo đảm thực hiện nghĩa vụ theo quy định của pháp luật dân sự.
- BLPHCK là một hợp đồng dịch vụ trong lĩnh vực chứng khoán được giao kết giữa tổ chức bảo lãnh và tổ chức phát hành.
- BLPHCK là một hoạt động kinh doanh thương mại đặc thù.

- Quan hệ BLPHCK không phải là quan hệ đại diện hay quan hệ ủy quyền.

1.1.3. Phân loại bảo lãnh phát hành chứng khoán

Cách phân loại phổ biến nhất là dựa theo tiêu chí phương thức thực hiện, BLPHCK được chia làm ba loại sau:

- Bảo lãnh theo phương thức cam kết chắc chắn
- Bảo lãnh theo phương thức dự phòng
- Bảo lãnh theo phương thức nỗ lực tối đa

1.1.4. Nội dung cơ bản của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Dưới góc độ chuyên môn nghiệp vụ, nội dung hoạt động BLPHCK gồm các công việc chính sau:

- *Thứ nhất*, tư vấn tài chính để xây dựng kế hoạch phát hành chứng khoán
- *Thứ hai*, định giá chứng khoán chào bán
- *Thứ ba*, xây dựng và nộp hồ sơ đăng kí chào bán chứng khoán
- *Thứ tư*, phân phối chứng khoán cho nhà đầu tư và thực hiện cam kết bảo lãnh
- *Thứ năm*, hoạt động hỗ trợ sau phát hành.

1.1.5. Vấn đề tổ hợp bảo lãnh

- Tổ hợp bảo lãnh là nhóm các TCBL cùng nhau cam kết bảo lãnh phát hành cho một đợt phát hành chứng khoán theo hợp đồng BLPHCK.

- Cấu trúc tổ hợp bảo lãnh gồm: Nhóm quản lý, nhóm bảo lãnh và nhóm bán hàng.

- Hình thức pháp lý của tổ hợp bảo lãnh là hợp đồng đồng BLPHCK.

1.1.6. Vai trò của bảo lãnh phát hành chứng khoán

1.1.6.1. Vai trò đối với tổ chức phát hành

- Đảm bảo thành công cho đợt chào bán chứng khoán của TCPH
- Tạo cầu nối khoảng trống thông tin giữa TCPH với nhà đầu tư.

1.1.6.2. Vai trò đối với tổ chức bảo lãnh

- Mang lại nguồn doanh thu quan trọng cho các TCBL
- Nâng cao vị thế, uy tín của TCBL đồng thời hỗ trợ các hoạt động KDCK khác của tổ chức bảo lãnh phát triển.

1.1.6.3. Vai trò đối với nhà đầu tư trên thị trường

- Giúp nhà đầu tư kiểm định chất lượng thông tin về chứng khoán chào bán do tổ chức phát hành cung cấp.

1.1.6.4. Vai trò đối với cơ quan quản lý nhà nước

- Tổ chức bảo lãnh có vai trò như “người gác cổng”, thay mặt cơ quan quản lý kiểm định chất lượng thông tin về chứng khoán chào bán do tổ chức phát hành cung cấp để bảo vệ lợi ích chính đáng cho các nhà đầu tư. Đồng thời là công cụ quan trọng được sử dụng để tăng khả năng tiếp cận thị trường vốn dài hạn cho các chủ thể trong nền kinh tế.

1.2. Những vấn đề lý luận pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán

1.2.1. Các nguyên tắc pháp lý cơ bản để xây dựng pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán.

1.2.1.1. Nguyên tắc tôn trọng quyền tự do kinh doanh

Nguyên tắc này cho phép các chủ thể có quyền quyết định lựa chọn cơ hội kinh doanh mang lại lợi nhuận tốt nhất cho mình nhưng phải trong giới hạn đã được pháp luật xác định nhằm đảm bảo lợi ích chính đáng cho các bên liên quan.

1.2.1.2. Nguyên tắc tự chịu trách nhiệm về rủi ro

Theo đó, yêu cầu các chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK phải chịu trách nhiệm về những quyết sách của mình. Điều này đòi hỏi pháp luật phải quy định các hạn chế để giảm thiểu rủi ro không kiểm soát cho tổ chức bảo lãnh. Nguyên tắc cũng đặt ra đối với nhà đầu tư phải tự chịu trách nhiệm về rủi ro khi tham gia mua chứng khoán chào bán nếu đã được cung cấp đầy đủ thông tin.

1.2.1.3. Nguyên tắc đảm bảo an toàn hệ thống

Nguyên tắc này yêu cầu pháp luật phải quy định rõ các giới hạn an toàn cho các chủ thể khi thực hiện hoạt động BLPHCK và phải tạo cơ sở pháp lý đầy đủ cho cơ quan quản lý thực hiện hiệu quả chức năng quản lý.

1.2.1.4. Nguyên tắc bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư

Pháp luật điều chỉnh hoạt động BLPHCK phải đưa ra những quy định nhằm hạn chế tình trạng liên kết giữa tổ chức bảo lãnh và tổ chức phát hành hoặc một bên lợi dụng lợi thế để gây thiệt hại cho nhà đầu tư.

1.2.2. Cấu trúc pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán

Cấu trúc pháp luật về BLPHCK được xác định trên cơ sở các quan hệ xã hội cơ bản phát sinh từ hoạt động BLPHCK và những yêu cầu đặc thù của nội dung pháp luật về BLPHCK, bao gồm các nhóm quy định sau:

Thứ nhất, nhóm quy định về chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK.

Thứ hai, nhóm quy định về các phương thức BLPHCK, tổ hợp bảo lãnh và nội dung nghiệp vụ của BLPHCK.

Thứ ba, nhóm quy định về hình thức pháp lý của hoạt động BLPHCK.

Thứ tư, nhóm quy định về giới hạn an toàn trong hoạt động BLPHCK.

Thứ năm, nhóm quy định về quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Trong chương 1, NCS đã nghiên cứu và phân tích một cách có hệ thống những vấn đề lí luận cơ bản về BLPHCK và pháp luật về BLPHCK.

CHƯƠNG 2. THỰC TRẠNG PHÁP LUẬT VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

2.1. Thực trạng pháp luật về chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.1.1. Một số ưu điểm của quy định về chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.1.1.1. Việc lựa chọn mô hình ngân hàng đa năng một phần với chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán là công ty chứng khoán phù hợp với thực trạng và mục tiêu phát triển thị trường tài chính Việt Nam trong giai đoạn trước đây và hiện nay.

2.1.1.2. Điều kiện pháp lý để thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán đã được quy định cụ thể, rõ ràng với các tiêu chí đặt ra tương đối phù hợp với yêu cầu đặc thù và thông lệ quốc tế.

2.1.2. Những tồn tại, hạn chế của quy định về chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.1.2.1. Cách thức quy định về mức vốn điều lệ tối thiểu của công ty chứng khoán thực hiện hoạt động kinh doanh chứng khoán nói chung và hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán nói riêng thể hiện sự không

bình đẳng với các chủ thể kinh doanh các hoạt động khác có cùng tính chất trên thị trường.

2.1.2.2. Quy định điều kiện về mức vốn điều lệ tối thiểu đối với nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán còn khá thấp so với tốc độ phát triển về quy mô vốn của các công ty chứng khoán và nhu cầu hiện tại của thị trường và thấp hơn so với mức trung bình của các nước trong khu vực.

2.2. Thực trạng pháp luật về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán và tổ hợp bảo lãnh

2.2.1. Những ưu điểm của quy định về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán và tổ hợp bảo lãnh

2.2.1.1. Pháp luật đã xác định được tiêu chí xác định nội hàm khái niệm bảo lãnh phát hành chứng khoán để phân định với nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán.

2.2.1.2. Các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán cơ bản đã được ghi nhận theo thông lệ thế giới, tạo cơ hội cho các chủ thể trên thị trường có nhiều lựa chọn áp dụng.

2.2.2. Những tồn tại, hạn chế của quy định về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán và tổ hợp bảo lãnh

2.2.2.1. Nội dung nghiệp vụ BLPCHK chưa được quy định đầy đủ và rõ ràng, gây khó khăn cho quá trình thực hiện.

2.2.2.2. Pháp luật về các phương thức BLPCHK còn bất cập, đồng thời thiếu quy định cụ thể về tổ hợp bảo lãnh.

2.3. Thực trạng pháp luật về hình thức pháp lý của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.3.1. Những ưu điểm cơ bản của các quy định về hình thức pháp lý của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Pháp luật đã quy định mẫu biểu về hợp đồng BLPHCK với tên gọi Cam kết bảo lãnh trong đó ghi nhận khá đầy đủ các điều khoản cơ bản cần có của một hợp đồng BLPHCK. Hình thức pháp lý của hợp đồng BLPHCK cũng được pháp luật quy định rõ bằng văn bản.

2.3.2. Những tồn tại, hạn chế chủ yếu của các quy định về hình thức pháp lý của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.3.2.1. Về hợp đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán

Hình thức pháp lý và nội dung của hợp đồng BLPHCK chưa được pháp luật quy định cụ thể.

2.3.2.2. Về hợp đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán

Thứ nhất, về hình thức của hợp đồng: sử dụng tên gọi “cam kết” không thể hiện đúng bản chất của quan hệ BLPHCK và thông lệ quốc tế.

Thứ hai, về nội dung của hợp đồng: một số điều khoản chưa được pháp luật quy định rõ ràng hoặc quy định thiếu thống nhất gây khó khăn cho các bên trong quá trình đàm phán và soạn thảo.

2.4. Thực trạng pháp luật về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.4.1. Những ưu điểm cơ bản của quy định hiện hành về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Để đảm bảo an toàn cho hoạt động KDCK nói chung và hoạt động BLPHCK nói riêng, pháp luật đã quy định khá rõ ràng và cụ thể các giới hạn an toàn buộc CTCK phải tuân thủ trong quá trình thực hiện hoạt động BLPHCK. Bao gồm:

2.4.1.1. Quy định về điều kiện và hạn chế đối với hoạt động BLPHCK.

2.4.1.2. Quy định về giới hạn tỷ lệ an toàn đối với hoạt động BLPHCK.

2.4.1.3. Quy định về mức độ rủi ro của hoạt động BLPHCK trong việc xác định chỉ tiêu an toàn tái chính của công ty chứng khoán.

2.4.2. Những tồn tại, hạn chế chủ yếu của quy định hiện hành về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.4.2.1. Thiếu các quy định cụ thể về yêu cầu quản lý hoạt động BLPHCK.

2.4.2.2. Các giới hạn an toàn đặt ra trong hoạt động BLPHCK không bao quát hết phạm vi các rủi ro để đảm bảo an toàn cho CTCK.

2.5. Thực trạng pháp luật về quản lý nhà nước đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.5.1. Những ưu điểm cơ bản của quy định về quản lý nhà nước đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.5.1.1. Về chủ thể quản lý hoạt động BLPHCK

Pháp luật hiện hành đã tạo lập cho UBCKNN một vị trí pháp lý nhất định cùng cùng phạm vi các thẩm quyền tương ứng làm cơ sở thực hiện chức năng giám sát và quản lý TTCK của mình, tiệm cận dần tới các nguyên tắc của IOSCO.

2.5.1.2. Về các biện pháp quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK.

- Pháp luật đã tạo ra cơ sở pháp lý tương đối chặt chẽ và đầy đủ để cơ quan quản lý thực hiện hiệu quả chức năng giám sát hoạt động BLPHCK.

- Pháp luật đã quy định các biện pháp cơ bản nhằm đảm bảo tính tuân thủ pháp luật BLPHCK.

2.5.2. Những hạn chế, bất cập chủ yếu của quy định hiện hành về quản lý nhà nước đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.5.2.1. Quy định về địa vị pháp lý hiện tại của UBCKNN đã cản trở việc phát huy vai trò là cơ quan quản lý chuyên ngành về chứng khoán và thị trường chứng khoán, chưa phù hợp với thông lệ thế giới.

2.5.2.2. Quy định về các biện pháp quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK còn một số hạn chế, bất cập.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Trên cơ sở nghiên cứu thực trạng pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam dựa trên cấu trúc pháp luật về BLPHCK đã xác định tại chương 1, có thể nhận thấy pháp luật đã đạt được những thành tựu nhất định song cũng bộc lộ những hạn chế, bất cập cần phải xem xét hoàn thiện.

CHƯƠNG 3. ĐỊNH HƯỚNG VÀ GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

3.1. Những định hướng cơ bản nhằm hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam

3.1.1. Hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán cần đảm bảo phù hợp với chủ trương, định hướng của Đảng và Nhà nước về phát triển thị trường tài chính

3.1.2. Hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán cần phù hợp với mục tiêu cơ cấu lại thị trường chứng khoán nói chung và các tổ chức kinh doanh chứng khoán nói riêng

3.1.3. Hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán cần đáp ứng nhu cầu hội nhập quốc tế trên cơ sở đánh giá đúng, đầy đủ về thực trạng thị trường tài chính Việt Nam hiện nay

3.1.4. Hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán cần đảm bảo tính an toàn hệ thống và tính ổn định của thị trường, đồng thời đảm bảo hài hòa lợi ích của các bên liên quan

3.2. Các giải pháp chủ yếu nhằm hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam

3.2.1. Hoàn thiện quy định về chủ thể thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

3.2.1.1. Thay đổi cách thức quy định về điều kiện vốn điều lệ tối thiểu của công ty chứng khoán đồng thời sửa đổi quy định về mức vốn điều lệ tối thiểu để thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán theo hướng tăng cao, đảm bảo phù hợp với yêu cầu của thực tiễn

3.2.1.2. Xây dựng khung pháp lý cho mô hình ngân hàng đầu tư tại Việt Nam nhằm chuyên nghiệp hóa hoạt động kinh doanh chứng khoán nói chung và hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán nói riêng

3.2.2. Hoàn thiện quy định về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán và tổ hợp bảo lãnh

3.2.2.1. Hoàn thiện quy định về nội dung nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán

- Ban hành văn bản quy phạm pháp luật riêng điều chỉnh hoạt động BLPHCK trong đó tập trung quy định rõ các hoạt động thuộc nội dung nghiệp vụ BLPHCK, quy trình thực hiện nghiệp vụ BLPHCK.

- Ghi nhận trách nhiệm thẩm định thông tin trong hồ sơ chào bán chứng khoán ra công chúng của TCBL với tư cách “người gác cổng”.

- Cho phép TCBL sử dụng phương pháp định sở để xác định giá chứng khoán chào bán.

- Hoàn thiện quy định về trình tự thủ tục chào bán chứng khoán ra công chúng

- Từng bước nới lỏng điều kiện cho phép TCBL thực hiện các hoạt động hỗ trợ sau phát hành.

3.2.2.2. Hoàn thiện quy định về các phương thức bảo lãnh phát hành chứng khoán và quy định về tổ hợp bảo lãnh

- Cần sửa đổi một số quy định về các phương thức BLPHCK đảm bảo sự thống nhất của pháp luật

- Cần quy định cụ thể về tổ hợp bảo lãnh, đặc biệt về vai trò và trách nhiệm của tổ chức bảo lãnh chính đối với tổ hợp và tổ chức phát hành.

3.2.3. Hoàn thiện quy định về hình thức pháp lý của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

3.2.3.1. Hoàn thiện quy định về hợp đồng đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán

- Về hình thức của hợp đồng: bổ sung quy định yêu cầu rõ hợp đồng phải được lập thành văn bản.

- Về nội dung của hợp đồng: đề xuất quy định nội dung tối thiểu của hợp đồng theo hướng liệt kê các điều khoản cơ bản. UBCKNN nên ban hành mẫu biểu mang tính hướng dẫn.

3.2.3.2. Hoàn thiện quy định về hợp đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán

- Thay việc sử dụng tên gọi “Cam kết BLPHCK” bằng “hợp đồng BLPHCK” hoặc “thỏa thuận BLPHCK.

- Áp dụng cách thức quy định các điều khoản cơ bản của hợp đồng thay vì ban hành mẫu biểu mang tính bắt buộc như hiện nay.

3.2.4. Hoàn thiện quy định về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

3.2.4.1. Cần bổ sung quy định yêu cầu công ty chứng khoán phải ban hành quy định nội bộ về hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

3.2.4.2. Cần hoàn thiện quy định về giới hạn an toàn trong hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán theo hướng mở rộng phạm vi áp dụng để kiểm soát đầy đủ và hiệu quả các rủi ro

3.2.5. Hoàn thiện các quy định về quản lý nhà nước đối với hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

3.2.5.1. Cần xác lập lại vị trí, nhiệm vụ quyền hạn của UBCKNN để nâng cao hiệu quả hoạt động quản lý, phù hợp với thông lệ thế giới và các nguyên tắc của IOSCO

3.2.5.2. Đẩy nhanh quá trình chuyển đổi mô hình quản lý, giám sát các tổ chức trung gian trên thị trường chứng khoán từ quản lý, giám sát tuân thủ sang mô hình quản lý giám sát dựa trên rủi ro nhằm tối ưu hóa nguồn lực và nâng cao hiệu quả quản lý, giám sát

3.2.5.3. Xác định rõ các hành vi vi phạm pháp luật về hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán đồng thời tăng chế tài xử lý, đảm bảo tính răn đe của pháp luật.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Chương 3 đã xác định những định hướng cơ bản và đưa ra các giải pháp chủ yếu nhằm hoàn thiện pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam.

KẾT LUẬN

BLPHCK là hoạt động ngân hàng đầu tư truyền thống, giữ vai trò đặc biệt quan trọng, song hành cùng sự phát triển của thị trường vốn nói riêng và thị trường tài chính nói chung. Việc làm sáng tỏ các vấn đề lý luận về BLPHCK và pháp luật về BLPHCK giúp các nhà quản lý nhìn

nhận đúng và đầy đủ về vai trò quan trọng của hoạt động BLPHCK để có chính sách điều chỉnh phù hợp, góp phần hoàn thành mục tiêu phát triển một thị trường tài chính đồng bộ và cân bằng.

Qua nghiên cứu cho thấy, pháp luật hiện hành về BLPHCK ở Việt Nam đã đạt được một số thành tựu nhất định nhưng bên cạnh đó, vẫn tồn tại những bất cập, hạn chế. Việc hoàn thiện pháp luật về BLPHCK là hết sức cần thiết trong giai đoạn hiện nay và phải tuân theo những định hướng nhất định, phù hợp với chủ trương của Đảng và nhà nước và nhu cầu hội nhập quốc tế. Các giải pháp hoàn thiện pháp luật về BLPHCK ở Việt Nam cần phải thực hiện một cách đồng bộ nhằm thúc đẩy hoạt động BLPHCK phát triển tương xứng với vai trò quan trọng vốn có của nó trên thị trường tài chính.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

1. Nguyễn Thị Phương Thảo (2022) “*Hoàn thiện pháp luật về hợp đồng bảo lãnh phát hành chứng khoán*”, Tạp chí dân chủ và pháp luật, số định kỳ tháng 2 (359), Tr.21 – 27.
2. Nguyễn Thị Phương Thảo (2022) “*Vai trò “người gác cổng” và trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng của tổ chức bảo lãnh phát hành*”, Tạp chí dân chủ và pháp luật, số định kỳ tháng 3 (360), Tr. 36 – 42.

**MINISTRY OF EDUCATION
AND TRAINING**

MINISTRY OF JUSTICE

HANOI LAW UNIVERSITY

LAWS ON SECURITIES UNDERWRITING IN VIET NAM

Major: Law on Economics
Code: 938.01.07

SUMMARY OF THE DOCTOR OF LAW THESIS

Hanoi – 2022

The project was completed at:

Hanoi Law University

Supervisors: Dr. Nguyen Van Tuyen
Dr. Vu Van Cuong

Reviewer 1:

Reviewer 2:

Reviewer 3:

The thesis will be defended in front of the University-level Doctoral Thesis Judging Committee, meeting at Hanoi Law University on day month... in 2022

The thesis can be found at:

- 1) National Library
- 2) Library of Hanoi Law University

OPENING

1. REASON FOR SELECTING TOPIC

Firstly, in practical aspect, the history of capital market development in the world witnesses a particularly important role of securities underwriting activities. Meanwhile, in Vietnam, the capital market has gradually become an important capital mobilization channel, but the role of securities underwriting activities is extremely fuzzy.

Secondly, in terms of law aspect, securities underwriting are regulated in the Law on Securities and sub-law documents, but there are still many shortcomings and limitations affecting the development of securities underwriting activities in particular and the stock market in general.

Thirdly, in terms of research, so far there has not been a comprehensive scientific study on theoretical and practical issues of the law on securities underwriting.

Stemming from the above fundamental reasons, the PhD candidate has chosen the issue of "*Law on securities underwriting in Vietnam*" as the topic of her doctoral thesis in Law.

2. RESEARCH PURPOSE, TASKS

The research purpose of the thesis is to construct a theoretical basis on the activities of securities underwriting and the law on securities underwriting, to assess the current status of the law on securities underwriting in Vietnam and to propose solutions to improve the law. The thesis aims to create an active legal basis to promote the development of securities underwriting activities.

To achieve the above purpose, the PhD candidate identified the following research tasks:

- Research on theoretical issues on the activities of the securities underwriting and the law on securities underwriting.

- Research the legal content on securities underwriting in Vietnam to clarify the advantages and limitations and inadequacies.

- Providing solutions to complete the law on securities underwriting to ensure feasibility, meet practical requirements and international integration needs.

3. SUBJECTS, SCOPE OF RESEARCH

- The object of the thesis research includes: the published scientific perspectives, legal theories of domestic and foreign authors; the current system of regulations on securities underwriting in Vietnam and the principles of IOSCO; practice of securities underwriting activities of securities companies in Vietnam.

The scope of the study is defined as follows:

- Focus on researching theoretical issues on securities underwriting as well as legal regulations governing securities underwriting activities since the Securities Law No. 54/2019/QH14 took effect until now.

- Do not study the legal content of securities underwriting for government bonds.

4. RESEARCH METHODOLOGY

PhD Candidate has used many research methods such as: analysis, comparison, synthesis, logical inference, historical approach, scientific conjecture.

5. NEW CONTRIBUTIONS OF THE THESIS

Firstly, the thesis has systematically studied the theoretical issues of securities underwriting, thereby clarifying the nature and characteristics of securities underwriting activities compared to other

securities underwriting activities. other securities business and comprehensively study, from many angles, the role of securities underwriting activities on the basis of inheriting the theory of the role of "gatekeeper". Since then, the thesis has built a legal framework for underwriting securities.

Secondly, the thesis has comprehensively and comprehensively assessed the legal status of securities underwriting in Vietnam in the new context. In addition to pointing out the advantages, the thesis has clarified the inadequacies and limitations of the law on securities underwriting according to each group of regulations. Research results show that the improvement of the law on securities underwriting is an urgent requirement today.

Thirdly, the thesis has systematically proposed solutions and recommendations with high feasibility, in order to improve the law on securities underwriting, in line with practical needs and international practices. , contributing to perfecting the legal system on Vietnam's stock market in the new context.

6. SCIENTIFIC SIGNIFICANCE AND PRACTICALITY OF THE TOPIC

Firstly, the thesis clarifies some theoretical issues about securities underwriting and the law on securities underwriting.

Second, the thesis comprehensively and generally evaluates the legal status of securities underwriting in vietnam, pointing out the advantages, disadvantages, and limitations that still need to be improved.

Thirdly, the thesis offers solutions to complete the law on securities underwriting in accordance with market practical requirements and international practices.

7. THESIS STRUCTURE

In addition to the introduction, the conclusion, the appendices and the list of references, the thesis develops in a two-part structure:

- The first part: Overview of the research situation related to the thesis topic.
- The second part: the thesis content consists of 3 chapters.

PART ONE

OVERVIEW OF RESEARCH SITUATION RELATED TO THESIS

I. OVERVIEW OF THE RESEARCH SITUATION RELATED TO THE THESIS THEME

1. Domestic research works related to the research issues of the thesis topic

1.1. Domestic research works on securities business activities and laws governing securities business activities

Some case studies for this issue include: Tran Dang Kham (2002), "*Solutions to promote the participation of financial intermediaries in the process of building and developing the stock market in Vietnam*", PhD thesis in economics, National Economics University; Le Thi Lan Huong (2008), "*Developing the operation of securities companies in Vietnam*", PhD thesis in economics, National Economics University; Hoang Thi Bich Ha (2018), "*Financial safety of Vietnamese securities companies*", PhD thesis in economics, Academy of Finance; Pham Thi Giang Thu (2002), "*Building and perfecting the legal framework of the stock market in Vietnam*", Doctoral thesis in law, Hanoi Law University; Nguyen Thi Thuan (2009), "*Completing the law on securities trading organizations on the concentrated stock market in*

Vietnam", PhD thesis in law, Vietnam National University, Hanoi; Nguyen Minh Hang (2010), Hanoi Law University, on the topic "*Law on offering shares of joint stock companies in Vietnam - theoretical and practical issues*", Doctoral thesis in law, Hanoi Law university; Pham Thi Giang Thu (2004), "*Some issues on securities law and stock market in Vietnam*", National Political Publishing House; Le Thi Thu Hang (2015), "*Building a management mechanism for the public offering of securities based on full disclosure*", SSC; Le Su Nang (2020), "*Application of risk-based supervision system for securities companies in Vietnam*", SSC;

1.2. Domestic research works on securities underwriting and the law on securities underwriting

The typical related research works include: Mac Quang Huy (2009), "*Handbook of Investment Banking*", Statistical Publishing House; Pham Thi Giang Thu (2000), "*Discussion on underwriting in the stock market*", Journal of Law, No. 1/2000; Vu Kim Lien (2001), "*Model of organization and operation of underwriting and financial consulting in the primary market in Vietnam*".

2. Foreign research works related to the research issues of the thesis topic

Firstly, the research works on some theoretical issues about securities underwriting, including:

- Research works mentioning the role of securities underwriting activities such as Reinier H. Kraakman, (1984), "*Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Controls*", The Yale Law Journal, Vol.93; Reinier H. Kraakman, (1986), "*Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*", Journal of Law, Economics & Organization, Vol.2, No.1; Thomas J. Chemmanur and Karthik Krishnan

(2012), “*Heterogeneous Beliefs, IPO Valuation, and the Economic Role of the Underwriter in IPOs*”, Financial Management, Vol.41; Harald M. Fischer and Timothy G. Pollock (2004), “*Effects of Social Capital and Power on Surviving Transformational Change: The Case of Initial Public Offerings*”, The Academy of Management Journal, Vol.47, No.4; Timothy G. Pollock (2004), “*The benefits and costs of underwriters’ social capital in the US initial public offerings market*”, Strategic Organization, Vol.2, No.4.

- Research works mentioning securities underwriting method such as: Lena Chua (1995), “*A Reexamination of the Costs of Firm Commitment and Best Efforts IPOs*”, The Financial Review Vol.30, No.2; Ann Guenther Sherman (1992), “*The Pricing of Best Efforts New Issues*”, The Journal of Finance, Vol.47, No.2; Craig G. Dunbar (1998), “*The Choice between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers*”, Journal of Financial Intermediation, Vol.7; Oyvind Bohrena, B. Espen Eckbob & Dag Michalsena (1997), “*Why underwrite rights offerings? Some new evidence*”, Journal of Financial Economics Vol.46

- Research works mentioned the problem of securities underwriting syndicate such as: Pegaret Pichler & William Wilhelm (2001), “*A Theory of the Syndicate: Form Follows Function*”, The Journal of Finance, Vol.LVI, No.6; Shane A. Corwin and Paul Schultz (2005), “*The Role of IPO Underwriting Syndicates: Underpricing, Certification, and Information Production*”, The Journal of Finance, Vol.LX, No.1; Rajesh P. Narayanan, Kasturi P. Rangan & Nanda K. Rangan (2004), “*The Role of Syndicate Structure in Bank Underwriting*”, Journal of Financial Economics, Vol.72

- Research works on the relationship between underwriters and institutional investors who are traditional customers affect the undervaluation of securities: Murat M. Binay, Vladimir A. Gatchev, and Christo A. Pirinsky (2007), *"The Role of Underwriter-Investor Relationships in the IPO Process"*, Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol.42, No.3; Benveniste, L. M., and P. A. Spindt (1989), *"How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues"*, Journal of Financial Economics, Vol.24; Sherman, A. E., and S. Titman (2002), *"Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information"*, Journal of Financial Economics, Vol.65.

Secondly, typical research works on legal content on securities underwriting, include:

- Research works on the subject of securities underwriting: George J. Papaioannou (2010), *"Commercial Banks in Underwriters and the Decline of the Independent Investment Bank Model"*, Journal of International Business and Law Volume 9, Issue 1, Article 4; *"Restrictions on Bank Underwriting of Corporate Securities: A Proposal for More Permissive Regulation"*, Harvard Law Review, Vol.97, No.3 (1984).

- Regulatory studies related to securities underwriting methods: James F.Cotter and Randall S. Thomas (1998), *"Firm Commitment Underwriting Risk and the Over-allotment Option (OAO): Do we need further Legal Regulation?"*, Securities Regulation Law Journal, Vol 26; David Shine (2004), *"Best Efforts" Standards Under New York Law: Legal and Practical Issues"*, Glasser LegalWorks, Vol.7, No.9; Robert B. Robbins (2013), *"Structuring Best Efforts Offerings and Closing*

Under Rule 10b-9", The American Law Institute Continuing Legal Education.

-Research works related to securities underwriting contract: Stephen J. Weiss (1971), *"The Underwriting Agreement-Form and Commentary"*, The Business Lawyer, Vol.26, No.3; Gershon Mandelker & Artur Ravid (1977), *"Investment Banking: An Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts"*, The Journal of Finance Vol.XXXII, No.3; David P. Baron (1980), *"The Incentive Problem and The Design of Investment Banking Contracts"*, Journal of Banking and Finance, Vol.3.

- Research works on legal liability of underwriters: Edward F. Greene (1981), *"Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities within an Integrated Disclosure System"*, Notre Dame Law Review, Vol.56, Iss.5; Eric Seitz (2008), *"Underwriter Due Diligence: It's Not A Whole New Ballgame"*, SMU Law Review, Vol.61; Dana B. Klimes (1985), *"Expanding the Liability of Managing Underwriters Under the Securities Act of 1933"*, Fordham Law Review, Vol.53, Iss.5; William K. Sjostrom, Jr (2006), *"The Due Diligence Defense Under Section 11 of The Securities Act of 1933"*, Brandeis Law Journal, Vol.44; Noam Sher (2014), *"Underwriters' Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis"*, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol.27, Iss.2.

- Other studies mention some issues related to the legal content of securities underwriting: Lucas C. Townsend (2004), *"Can Wall Street's 'Global Resolution' Prevent Spinning? A Critical Evaluation of Current Alternatives"*, Seton Hall Law Review, Vol.34; Kuntara Pukthuanthong, Nikhil P. Varaiya & Thomas J. Walker (2007), *"Bookbuilding versus Auction Selling Methods: A Study of US IPOs"*,

Venture Capital, Vol.9, No.4; Kenji Kutsuna & Richard Smith (2004), *“Why Does Booking Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan”*, The Review of Financial Studies, Vol.17, No.4. Richard B. Carter & Frederick H. Dark (1990), *“The Use of the Over-Allotment Option in Initial Public Offerings of Equity: Risk and Underwriter Prestige”*, Financial Management, Vol.19, No.3.

II. ASSESSMENT OF THE STATUS OF RESEARCH RELATED TO THE THESIS TOPIC

1. General assessment of the research situation related to the thesis topic

-In general, there are many foreign scientific works on securities underwriting from the perspective of economics and jurisprudence. Meanwhile, domestic scientific works on this content are quite limited, almost stopping at the study of securities trading activities in general..

-Theoretical issues about securities underwriting have been researched in many scientific works but have not been comprehensive and comprehensive, there are still a number of theoretical issues that have not been thoroughly resolved and need to be clear up.

- There are very few in-depth studies on the law of securities underwriting, so the content of legal theory about securities underwriting has not been clarified.

- The legal status of securities underwriting in Vietnam has not been studied extensively.

- Proposals and solutions to improve the law on securities underwriting in Vietnam are only mentioned in a limited, single and up-to-date manner.

2. The issues related to the thesis have been solved

- Theoretical issues about securities issuance and securities business activities in general

- Some theoretical contents about securities underwriting such as the risk characteristics of securities underwriting, business contents of securities underwriting, the role of "gatekeeper" and information intermediary of securities underwriting

- Assessment of the current state of laws governing the activities of securities trading organizations in Vietnam and recommendations at the time of acceptance of the works.

3. The issues continue to be researched and solved

- In terms of theory: continue to research and clarify some theoretical issues about securities underwriting.

- In terms of practice: (i) comprehensively review and evaluate the current legal situation on securities underwriting in Vietnam to point out advantages, disadvantages and limitations; (ii) research to identify directions and solutions to improve the law on securities underwriting in Vietnam

4. Issues that thesis do not mention

- Issues securities underwriting is Government bonds and the law related to underwriting Government bonds

- Dispute resolution arising from securities underwriting activities.

III. RESEARCH THEORETICAL BASIS, RESEARCH QUESTIONS AND HOSPHONES

1. Theoretical basis

- *First*, the theory of entrepreneurial freedom

- *Second*, the theory of gatekeeper

- *Third*, theory of liability for non-contractual damages
- Principles of IOSCO.

2. Research question and research hypothesis

- **Research question 1:** What is the difference between securities underwriting activities and other securities trading activities? Besides the role of bringing in revenue for securities companies as a business activity, what role does the securities underwriting activity play for other entities in the market?

Research hypothesis: The nature of securities underwriting activities is associated with the commitment to fulfill the obligation to buy issued securities of the underwriting with the issuer. Securities underwriting activities play an important role not only for underwriters but also for issuers, regulators and investors.

- **Research question 2:** It is necessary to determine the legal structure of securities underwriting, including which groups of regulations?

Research hypothesis : The law on securities underwriting plays the role of a legal framework so that on that basis, securities underwriting activities are carried out effectively and safely, ensuring the interests of investors. legitimacy to stakeholders. To do so, the law on securities underwriting must be structured including groups of basic provisions on the subject of implementation, implementation methods, content, legal form, safety limits and management of State for securities underwriting activities.

- - **Research question 3:** What are the limitations and shortcomings of the current law on securities underwriting in Vietnam?

Research hypothesis: The current law on securities underwriting still has shortcomings and limitations, causing difficulties for stakeholders in the actual implementation process.

- - **Research question 4:** What basic orientations need to be determined to serve as a basis for perfecting the law on securities underwriting in Vietnam today and what specific solutions should be applied to improve the law on securities underwriting?

Research hypothesis: Completing the law on securities underwriting is an objective need of the economy and should be based on certain orientations, ensuring compliance with the guidelines and guidelines of the Party and State. financial market development and international integration needs. Specific solutions to improve the law on securities underwriting must be based on the analyzed legal situation and identified improvement orientations. Only in this way, the proposed solutions will ensure feasibility and suit the needs of practice.

CONCLUSION

Up to now, the legal issue of securities underwriting has been mentioned in a number of related research works. However, there have not been any domestic and foreign researches that have in-depth and comprehensive research on this issue

PART TWO

THESIS CONTENT

CHAPTER 1. THEORETICAL ISSUES ON SECURITIES

UNDERWRITING AND LAW ON SECURITIES

UNDERWRITING

1.1. Theoretical issues of securities underwriting

1.1.1. The concept of securities issuance

Issuance of securities is an offer for sale of securities by a number of entities authorized to issue securities for the purpose of raising capital.

1.1.2. Concept, characteristics and legal nature of securities underwriting

1.1.2.1. The concept of securities underwriting

Securities underwriting is a securities business activity whereby the underwriter undertakes to distribute securities to the issuer through the repurchase of issued securities or to distribute securities only to the issuer. invest and perform one or more other jobs to support the issuer's securities offering process.

1.1.2.2. Characteristics of securities underwriting

- It is a derivative activity from securities issuance activities and is always associated with securities issuance activities

- It is the hedging activity

- It is the most risky securities trading activity

- It is a mixed stock market activity

- Investors are "anonymous" subjects in the relationship of securities underwriting

- Subjects performing securities underwriting are normally required to comply with security restrictions during the implementation of the securities underwriting business.

1.1.2.3. Legal nature of securities underwriting

- Securities underwriting is not a secured transaction to fulfill obligations as prescribed by civil law.

- Securities underwriting is a service contract in the field of securities entered into between an underwriting organization and an issuer.

- Securities underwriting is a special commercial business.

- The securities underwriting relationship is not an agency or proxy relationship.

1.1.3. Classification of securities underwriting

The most common classification is based on the implementation method criteria, securities underwriting is divided into the following three categories:

- Firm commitment underwriting
- Standby underwriting
- Best effort underwriting

1.1.4. Basic contents of securities underwriting activities

From a professional perspective, the content of securities underwriting activities includes the following main tasks:

- *First*, provide financial advice to build a stock issuance plan
- *Second*, valuation of securities offered for sale
- *Third*, prepare and submit the application for registration of securities offering
- *Fourthly*, distribute securities to investors and perform guarantee commitments
- *Fifth*, post-release support.

1.1.5. The problem of the underwriting syndicate

- Underwriting syndicate is a group of underwriters who together commit to underwrite an issue of securities under an underwriting contract.

- The structure of the underwriting syndicate includes: Management group, underwriting group and sales group.

- The legal form of the underwriting syndicate contract between underwriters.

1.1.6. The role of securities underwriting

1.1.6.1. The role for issuer

- Ensuring the success of the issuer's securities offering
- To bridge the information gap between issuers and investors

1.1.6.2. The role of the underwriter

- Providing an important source of revenue for underwriters
- Enhancing the position and reputation of the underwriter and at the same time supporting the development of other securities market activities of the underwriter..

1.1.6.3. Role for investors in the market

- Helping investors verify the quality of information about securities offered by the issuer.

1.1.6.4. Roles for state management agencies

- The underwriter acts as a "gatekeeper", on behalf of the management agency, inspecting the quality of information about the offered securities provided by the issuer to protect the legitimate interests of investors. It is also an important equipment used to increase access to long-term capital markets for entities in the economy..

1.2. Legal issues on securities underwriting

1.2.1. Basic legal principles to develop legislation on securities underwriting

1.2.1.1. Principles of respecting freedom of business

This principle permits the subjects to have the right to decide to choose the business opportunity that brings the best profit for themselves but must be within the limits determined by law in order to ensure the legitimate interests of the related parties.

1.2.1.2. Principle of self-responsibility for risks

Accordingly, it requires the entities that carry out securities underwriting activities to be responsible for their decisions. this requires the law to prescribe restrictions to reduce the risk of uncontrolled for the guarantor. the principle is also set for investors to be responsible for their own risks when participating in the purchase of securities offered for sale if they have been provided with sufficient information.

1.2.1.3. Principles of ensuring system safety

This principle requires that the law clearly stipulate safe limits for entities when performing securities underwriting activities and must create a sufficient legal basis for the management agency to effectively perform the management function.

1.2.1.4. Principles of protecting legitimate rights and interests of investors

The law governing securities underwriting activities must provide provisions to limit the association between the underwriter and the issuer or one party taking advantage to cause damage to the investor.

1.2.2. Legal structure on securities underwriting

The legal structure of securities underwriting is determined on the basis of basic social relations arising from securities underwriting activities and specific requirements of the legal content on securities underwriting, including the following groups of regulations:

First, the group stipulates the subject of securities underwriting activity.

Second, the group specifies the securities underwriting methods, the underwriting syndicate and the business content of securities underwriting .

Third, the group stipulates the legal form of securities underwriting activities.

Fourth, the group prescribes safety limits in securities underwriting operations.

Fifth, the group of regulations on state management of securities underwriting activities.

CONCLUSION CHAPTER 1

In chapter 1, the PhD Candidate has researched and analyzed comprehensively the basic theoretical issues about securities underwriting and the law on securities underwriting.

CHAPTER 2. LEGAL SITUATION OF SECURITIES UNDERWRITING IN VIETNAM

2.1. Legal status of the subject of securities underwriting activities

2.1.1. Some advantages of regulations on the subject of securities underwriting activities

2.1.1.1. The selection of a multi-functional bank model in part with the subject of underwriting activities being a securities company is suitable to the current situation and development goals of Vietnam's financial market in the previous and present period.

2.1.1.2. Legal conditions for carrying out securities underwriting activities have been specified clearly and clearly with criteria set out relatively in line with specific requirements and international practices.

2.1.2. Shortcomings and limitations of regulations on the subject of securities underwriting activities

2.1.2.1. The way in which the regulation of the minimum charter capital level of securities companies conducting securities business activities in general and securities underwriting activities in particular shows the inequality with entities trading in securities with other activities of a similar nature in the market.

2.1.2.2. Regulations on the minimum charter capital requirements for securities underwriting are still quite low compared to the growth rate of capital scale of securities companies and the current demand of the market and lower than the average of other countries in the region

2.2. Current status of law on the contents of securities underwriting operations, methods of securities underwriting and the underwriting syndicate

2.2.1. Advantages of regulations on the content of securities underwriting operations, methods of securities underwriting and the underwriting syndicate

2.2.1.1. The law has defined criteria for determining the content of the concept of securities underwriting to distinguish it from the content of securities underwriting operations.

2.2.1.2. Fundamental securities underwriting methods have been recognized according to world practice, creating opportunities for market participants to have many options to apply.

2.2.2. Shortcomings and limitations of regulations on the content of securities underwriting operations, methods of underwriting securities issuance and the underwriting syndicate

2.2.2.1. The content of securities underwriting operations has not been fully and clearly regulated, causing difficulties in the implementation process.

2.2.2.2. The law on securities underwriting methods is still inadequate, especially there is a lack of specific regulations on underwriting combinations..

2.3. Legal status of legal form of securities underwriting activities

2.3.1. Basic advantages of regulations on the legal form of securities underwriting activities

The law has prescribed a form of a securities underwriting contract with the name “underwriting commitment”, which quite fully records the basic terms required of a securities underwriting contract. The legal form of the securities underwriting contract is also specified in writing by law.

2.3.2. Main shortcomings and limitations of regulations on legal form of securities underwriting activities

2.3.2.1. On the contract between underwriters

The legal form and content of this contract have not been specified by law.

2.3.2.2. On the securities underwriting contract

Firstly, about the form of the contract: using the name "commitment" does not reflect the true nature of the relationship between securities underwriting and international practices.

Secondly, about the content of the contract: some terms are not clearly defined by law or inconsistent, causing difficulties for the parties in the negotiation and drafting process..

2.4. Legal status of safety limits in securities underwriting activities

2.4.1. Basic advantages of current regulations on safety limits in securities underwriting activities

To ensure the safety of securities trading activities in general and securities underwriting activities in particular, the law has clearly and specifically stipulated safety limits that securities companies must comply with during the implementation of securities underwriting activities. Including:

2.4.1.1. Regulations on conditions and restrictions on securities underwriting activities.

2.4.1.2. Regulations on safety ratio limits for securities underwriting activities.

2.4.1.3. Regulations on the level of risk of securities underwriting activities in determining refinance safety criteria of securities companies.

2.4.2. Major shortcomings and limitations of current regulations on safety limits in securities underwriting activities

2.4.2.1. Lack of specific regulations on management requirements for securities underwriting activities.

2.4.2.2. The safety limits set in securities underwriting activities do not cover the full range of risks to ensure safety for securities companies.

2.5. Current status of law on state management of securities underwriting activities

2.5.1. Basic advantages of regulations on state management of securities underwriting activities

2.5.1.1. On the subject of management of securities underwriting activities.

The current law has created for the SSC a certain legal position with the same scope of respective jurisdiction as the basis for performing its functions of supervision and management of the stock market, gradually approaching the principles of IOSCO.

2.5.1.2. Regarding state management measures for securities underwriting activities.

- The law has created a relatively strict and complete legal basis for the management agency to effectively perform the function of monitoring securities underwriting activities..

- The law has provided for basic measures to ensure compliance with the law of securities underwriting.

2.5.2. Major limitations and inadequacies of current regulations on state management of securities underwriting activities

2.5.2.1. Regulations on the current legal status of the State Securities Commission have hindered the promotion of its role as a specialized management agency on securities and the securities market, which is not in line with world practices.

2.5.2.2. Regulations on state management measures for securities underwriting activities have some limitations and shortcomings.

CONCLUSION CHAPTER 2

On the basis of studying the legal status of securities underwriting in Vietnam based on the legal structure of securities underwriting identified in chapter I, it can be seen that the law has achieved certain achievements, but also revealed some shortcomings. limitations and shortcomings need to be considered and perfected.

CHAPTER 3. ORIENTATIONS AND SOLUTIONS FOR COMPLETE LAW ON SECURITIES ISSUANCE INSURANCE IN VIETNAM

3.1. Basic orientations to improve the law on securities underwriting in Vietnam

3.1.1. Completing the law on securities underwriting needs to be consistent with the Party and State's guidelines and orientations on financial market development.

3.1.2. Completing the law on securities underwriting should be consistent with the goal of restructuring the stock market in general and securities trading organizations in particular.

3.1.3. Completing the law on securities underwriting needs to meet the needs of international integration on the basis of a correct and complete assessment of the current situation of Vietnam's financial market.

3.1.4. Completing the law on securities underwriting should ensure the safety of the system and the stability of the market, and at the same time ensure the harmonization of the interests of the stakeholders.

3.2. Major solutions to improve the law on securities underwriting in Vietnam

3.2.1. Completing regulations on the subject of securities underwriting activities

3.2.1.1. Changing the way in which the regulations on the minimum charter capital conditions of securities companies are regulated and at the same time amending the regulations on the minimum charter capital to carry out securities underwriting operations in the direction of increasing, ensuring in accordance with the requirements of practice

3.2.1.2. Building a legal framework for investment banking model in Vietnam in order to professionalize securities business activities in general and securities underwriting activities in particular.

3.2.2. Completing regulations on the contents of securities underwriting operations, methods of securities underwriting and the underwriting syndicate

3.2.2.1. Completing regulations on the contents of securities underwriting operations

- Promulgating separate legal documents regulating securities underwriting activities, focusing on clearly defining activities under the professional content of securities underwriting, the process of performing the securities underwriting business.

- Recognition of responsibility for verifying information in TCBL's public offering documents as a "gatekeeper".

- Allowing the underwriter to use the book-building method to determine the price of securities offered for sale.

- Completing regulations on the order and procedures of securities offering to the public

- Step by step loosening conditions to allow TCBL to carry out post-release support activities.

3.2.2.2. Completing regulations on securities underwriting methods and the underwriting syndicate

- It is necessary to amend some regulations on securities underwriting methods to ensure the consistency of the law

- There should be specific provisions on the syndicate, in particular the roles and responsibilities of the main underwriter for the syndicate and the issuer.

3.2.3. Completing regulations on the legal form of securities underwriting activities

3.2.3.1. Completing regulations on contract between underwriters.

- Regarding the form of the contract: supplement regulations requiring that the contract be made in writing.

- Regarding the content of the contract: it is proposed to stipulate the minimum content of the contract in the direction of listing the basic terms. The SSC should issue a form for guidance.

3.2.3.2. Completing regulations on securities underwriting contracts

- Replace the use of the name “underwriting commitment” with “underwriting contract” or “underwriting agreement”.

- Apply the method of stipulating the basic terms of the contract instead of issuing the mandatory form as at present.

3.2.4. Completing regulations on safety limits in securities underwriting activities

3.2.4.1. It is necessary to add regulations requiring securities companies to issue internal regulations on securities underwriting activities

3.2.4.2. It is necessary to improve the regulations on safety limits in securities underwriting activities in the direction of expanding the scope of application to fully and effectively control risks.

3.2.5. Completing regulations on state management of securities underwriting activities

3.2.5.1. It is necessary to re-establish the position, duties and powers of the State Securities Commission to improve management efficiency, in line with international practices and IOSCO principles.

3.2.5.2. Accelerate the transformation of the management and supervision model of intermediaries in the stock market from compliance management and supervision to a risk-based supervisory management model in order to optimize resources and improve efficiency. high efficiency management, supervision.

3.2.5.3. Clearly identify violations of the law on securities underwriting activities while increasing sanctions and ensuring the deterrence of the law.

CONCLUSION CHAPTER 3

Chapter 3 has identified the basic orientations and proposed major solutions to improve the law on securities underwriting in Vietnam.

CONCLUSION

Securities underwriting is a traditional investment banking activity that plays a particularly important role in parallel with the development of the capital market in particular and the financial market in general. the elucidation of theoretical issues about securities underwriting and the law on securwriting helps managers to properly and fully realize the important role of securities underwriting activities in order to have appropriate adjustment policies, contributing to complete to develop a synchronized and balanced financial market.

Research shows that the current law on securities underwriting in Vietnam has achieved certain achievements, but besides that, there are still shortcomings and limitations. the improvement of the law on

securities underwriting is absolutely necessary in the current period and must follow certain orientations, in line with the guidelines of the party and the state and the needs of international integration. solutions to perfecting the law on securities underwriting in vietnam need to be implemented synchronously in order to promote securities underwriting activities to develop commensurate with its inherently important role in the financial market.

LIST OF PUBLICATIONS RELATED TO THESIS

1. Nguyen Thị Phuong Thao (2022) “*Completing the law on securities underwriting contracts*”, Journal of Democracy and Law, February issue (359), pp.21-27.
2. Nguyen Thị Phuong Thao (2022) “*The "gatekeeper" role and the underwriter's liability for non-contractual damages*”, Journal of Democracy and Law, March issue (360), pp.36 – 42.