



CHÀO BÁN TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP RIÊNG LẺ THEO PHÁP LUẬT VIỆT NAM: THỰC TRẠNG VÀ GIẢI PHÁP

Trần Thị Nhật Anh

Trường Đại học Luật, Đại học Huế, Đường Võ Văn Kiệt, Huế, Việt Nam

* Tác giả liên hệ: **Trần Thị Nhật Anh** <anhttn@hul.edu.vn>

(Ngày nhận bài: 29-05-2024; Ngày chấp nhận đăng: 29-11-2024)

Tóm tắt: Bài viết tập trung phân tích các quy định pháp luật liên quan đến hoạt động chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại Việt Nam, qua đó chỉ ra bất cập trong quy định về (i) điều kiện nhà đầu tư mua trái phiếu doanh nghiệp chào bán riêng lẻ; (ii) yêu cầu xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp chào bán trái phiếu riêng lẻ cũng như vấn đề (iii) đổi điều kiện, điều khoản thanh toán của trái phiếu doanh nghiệp chào bán riêng lẻ. Cuối cùng, bài viết đề xuất các giải pháp nhằm hoàn thiện pháp luật về chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại Việt Nam hiện nay, qua đó góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động huy động vốn của doanh nghiệp ở nước ta nói riêng cũng như đảm bảo tính hấp dẫn của môi trường đầu tư kinh doanh nói chung.

Từ khóa: chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ, nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp, xếp hạng tín nhiệm

PRIVATE PLACEMENT OF CORPORATE BONDS UNDER VIETNAMESE LAW – CURRENT SITUATION AND SOLUTION

Tran Thi Nhat Anh

University of Law, Hue University, Vo Van Kiet St., Hue, Vietnam

Correspondence to **Tran Thi Nhat Anh** <anhttn@hul.edu.vn>

(Received: May 29, 2024; Accepted: November 29, 2024)

Abstract: The article focuses on analyzing the relevant legal regulations governing private corporate bond offering activities in Vietnam, and it points out legal issues related to the conditions for investors to buy bonds. Corporate bonds are offered for private sale; there are requirements for credit rating of businesses offering individual bonds, as well as issues of changing payment terms and conditions of individual retail

corporate bonds. Finally, the article proposes solutions to encourage the improvement of the law on private corporate bond offerings in Vietnam today, thereby contributing to improving the efficiency of capital mobilization activities of businesses in our country in particular as well as ensuring the environmental attractiveness of the business investment school in general.

Keywords: private placement of corporate bonds, corporate bond investors, credit rating

1. Đặt vấn đề

Trong bối cảnh cạnh tranh về việc “kiến tạo” môi trường đầu tư kinh doanh giữa các quốc gia đang tăng cao như hiện nay, việc tạo điều kiện để doanh nghiệp có thêm cơ hội tiếp cận thêm các kênh huy động vốn bên cạnh các phương thức truyền thống là điều cần thiết. Trong rất nhiều công cụ được doanh nghiệp sử dụng để huy động vốn, chào bán trái phiếu chính là một hoạt động quan trọng giúp doanh nghiệp bổ sung một phương án tạo nguồn cung tiền phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh. Xuất phát từ bản chất là một khoản vay của doanh nghiệp, trái phiếu có giá trị như một giấy nhận nợ qua đó ghi nhận nghĩa vụ thanh toán của doanh nghiệp đối với người mua giấy nhận nợ tức là nhà đầu tư trái phiếu [1]. Bằng cách chào bán các giấy chứng nhận nợ hay còn gọi là trái phiếu này, doanh nghiệp sẽ thu về một khoản tiền và người mua trái phiếu chính là chủ nợ của doanh nghiệp. Do đó, muốn khuyến khích hoạt động huy động vốn bằng phát hành trái phiếu phát triển, cần tạo cơ chế bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư trái phiếu hiệu quả.

Ở Việt Nam, thị trường trái phiếu được “bao phủ” chủ yếu bởi trái phiếu phát hành riêng lẻ. Năm 2021, quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam đạt xấp xỉ 14.85% GDP cả nước, tương ứng với 3.297.381 tỉ đồng [2]. Trong đó, đóng góp nhiều nhất cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp vẫn là trái phiếu phát hành riêng lẻ với tổng cộng 984 đợt chiếm tỉ trọng 95%, cao hơn gấp 35 lần so với tổng số 28 đợt chào bán ra công chúng. Con số này vào năm 2022 chứng kiến sự thay đổi không đáng kể khi tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ vẫn chiếm đến 95,9% quy mô toàn thị trường [3]. Những con số trên đã phản ánh vai trò đặc biệt quan trọng của hoạt động chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đối với nền kinh tế trên hai phương diện, gồm: thứ nhất, cung ứng vốn cho doanh nghiệp trong bối cảnh siết chặt tín dụng ở hệ thống ngân hàng; và thứ hai, đóng góp vào tổng sản phẩm quốc nội của đất nước. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, những số liệu về thị trường trái phiếu lại cho thấy một bức tranh tương đối “ảm đạm” đối với kênh huy động vốn này. Theo đó, trong tháng 01 và tháng 02 năm 2023 chỉ ghi nhận 01 lô trái phiếu phát hành riêng lẻ, với giá trị 110 tỷ đồng, đạt chưa đến 1% so với cùng kỳ [4]. Điều này phản ánh tâm lý e ngại của chính doanh nghiệp phát hành cũng như nhà đầu tư mua trái phiếu trong việc lựa chọn trái phiếu là kênh huy động cũng như đầu tư. Có nhiều nguyên nhân lý giải cho diễn biến này, một trong số đó chính là cơ chế bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ trong hệ thống pháp luật hiện hành chưa được thể hiện rõ nét.

Hiện nay, bên cạnh Luật Doanh nghiệp năm 2020 và Luật Chứng khoán năm 2019 thì khung pháp lý điều chỉnh hoạt động chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ còn bao gồm Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31 tháng 12 năm 2020 của Chính phủ 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 (sau đây gọi là Nghị định số 153/2020/NĐ-CP). Nghị định này sau đó được sửa đổi, bổ sung bởi Nghị định số 65/2022/NĐ-CP ngày 16 tháng 9 năm 2022 của Chính phủ (sau đây gọi là Nghị định số 65/2023/NĐ-CP) và cho đến đầu năm 2023 thì Chính phủ tiếp tục ban hành Nghị định số 08/2023/NĐ-CP ngày 05 tháng 3 năm 2023 về sửa đổi, bổ sung và ngưng hiệu lực thi hành một số điều tại các nghị định quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán trái phiếu doanh nghiệp ra thị trường quốc tế (sau đây gọi là Nghị định số 08/2023/NĐ-CP). Chỉ trong vòng chưa đầy hai năm, quy định về chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ được liên tục điều chỉnh, điều đó phần nào phản ánh sự biến động cũng như tính chất phức tạp của thị trường trái phiếu doanh nghiệp ở nước ta. Trong bối cảnh này, vấn đề đáng quan tâm hàng đầu chính là củng cố niềm tin của các nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp. Với việc ban hành các văn bản kịp thời điều chỉnh trong lĩnh vực chào bán trái phiếu riêng lẻ, nỗ lực của các cơ quan có thẩm quyền rất đáng được ghi nhận. Tuy nhiên, cần thừa nhận rằng hiệu quả bảo vệ quyền của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp vẫn chưa thực sự được bảo đảm ngay cả khi các văn bản điều chỉnh trong lĩnh vực này đã được kịp thời ban hành. Những vấn đề về (i) điều kiện nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ; hay (ii) yêu cầu xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp phát hành trái phiếu và; (iii) quy định về thay đổi điều kiện, điều khoản thanh toán trái phiếu chính là một trong những vấn đề rất đáng được quan tâm liên quan đến cơ chế bảo vệ quyền của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ hiện nay.

2. Thực trạng pháp luật Việt Nam về bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ

2.1 Quy định về điều kiện nhà đầu tư mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ

Vốn là kênh đầu tư có tính rủi ro cao nên việc giới hạn đối tượng được mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ là điều rất cần thiết. Với mục đích hạn chế các nhà đầu tư là cá nhân hoặc tổ chức không có kinh nghiệm, nắm ít thông tin doanh nghiệp, cũng như khả năng phân tích đánh giá rủi ro khi đầu tư vào trái phiếu, các nhà làm luật rõ ràng đang tạo ra một hàng rào bảo vệ từ xa dành cho các nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ. Hiện nay, sau rất nhiều lần sửa đổi, bổ sung và gần đây nhất là quy định về ngưng hiệu lực về điều kiện nhà đầu tư mua trái phiếu theo quy định tại Điểm a và b, Khoản 1 Điều 8 Nghị định số 153/2020/NĐ-CP thì đối tượng mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ được xác định như sau: (i) Đối với trái phiếu không chuyển đổi không kèm chứng quyền: đối tượng mua trái phiếu là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp theo quy định của pháp luật chứng khoán;

(ii) Đối với trái phiếu chuyển đổi và trái phiếu kèm chứng quyền: đối tượng mua trái phiếu là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, nhà đầu tư chiến lược, trong đó số lượng nhà đầu tư chiến lược phải đảm bảo dưới 100 nhà đầu tư.

Theo Khoản 1 Điều 11 Luật Chứng khoán năm 2019 thì nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp ở đây là: Ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, công ty tài chính, tổ chức kinh doanh bảo hiểm, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, công ty đầu tư chứng khoán, quỹ đầu tư chứng khoán, tổ chức tài chính quốc tế, quỹ tài chính nhà nước ngoài ngân sách, tổ chức tài chính nhà nước được mua chứng khoán theo quy định của pháp luật có liên quan. Ngoài ra, công ty có vốn điều lệ đã góp đạt trên 100 tỷ đồng hoặc tổ chức niêm yết, tổ chức đăng ký giao dịch cũng có thể trở thành nhà đầu tư trái phiếu phát hành riêng lẻ. Đối với cá nhân thì pháp luật hiện hành quy định người có chứng chỉ hành nghề chứng khoán; hoặc cá nhân nắm giữ danh mục chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch có giá trị tối thiểu là 02 tỷ đồng theo xác nhận của công ty chứng khoán tại thời điểm cá nhân đó được xác định tư cách là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp; hoặc cá nhân có thu nhập chịu thuế năm gần nhất tối thiểu là 01 tỷ đồng tính đến thời điểm cá nhân đó được xác định tư cách là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp theo hồ sơ khai thuế đã nộp cho cơ quan thuế hoặc chứng từ khấu trừ thuế của tổ chức, cá nhân chi trả thì đều có quyền đầu tư mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ. Trong khi đó, Khoản 7 Điều 4 Luật Chứng khoán năm 2019 quy định nhà đầu tư chiến lược là nhà đầu tư được Đại hội đồng cổ đông lựa chọn theo các tiêu chí về năng lực tài chính, trình độ công nghệ và có cam kết hợp tác với công ty trong thời gian ít nhất 03 năm. Như vậy, so với quy định tại Nghị định số 65/2022/NĐ-CP thì phạm vi xác định nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ theo Nghị định 08/2023/NĐ-CP có phần rộng hơn. Cụ thể, theo Nghị định 65/2022/NĐ-CP thì việc xác định nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là cá nhân theo quy định tại Điểm d Khoản 1 Điều 11 Luật Chứng khoán để mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ phải đảm bảo danh mục chứng khoán niêm yết, đăng ký giao dịch do nhà đầu tư nắm giữ có giá trị tối thiểu 02 tỷ đồng được xác định bằng giá trị thị trường bình quân theo ngày của danh mục chứng khoán trong thời gian tối thiểu 180 ngày liền kề trước ngày xác định tư cách nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, không bao gồm giá trị vay giao dịch ký quỹ và giá trị chứng khoán thực hiện giao dịch mua bán lại. Việc xác định nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp tại điểm này có giá trị trong vòng 03 tháng kể từ ngày được xác nhận theo Điểm d, Khoản 1 Điều 8 Nghị định số: 65/2022/NĐ-CP về sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số: 153/2020/NĐ-CP ngày 31 tháng 12 năm 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. Điều kiện xác định nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp là cá nhân theo Nghị định 65/2022/NĐ-CP sẽ bị ngưng áp dụng đến ngày 31 tháng 12 năm 2023. Với quy định này, có thể thấy từ ngày 05 tháng 3 năm 2023 cho đến hết 2023, các điều kiện để xác định nhà đầu tư trái phiếu phát hành riêng lẻ là cá nhân sẽ có phần thông thoáng hơn so với trước đó. Tác giả cho rằng, việc mở rộng phạm vi xác định nhà đầu tư

trái phiếu là cá nhân theo hướng của Nghị định 08/2023/NĐ-CP là chưa phù hợp xét trong bối cảnh hiện tại. Bởi lẽ:

Thứ nhất, quy định về đối tượng là nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ. Đầu tư trái phiếu là một kênh đầu tư tiềm ẩn rất nhiều rủi ro, cần thu hẹp phạm vi các nhà đầu tư trái phiếu nhằm hướng việc bán trái phiếu doanh nghiệp cho các nhà đầu tư có năng lực, kiến thức, kinh nghiệm và cần hạn chế để các nhà đầu tư là cá nhân nhỏ, thiếu kinh nghiệm, kiến thức tiếp cận với kênh đầu tư này. Quy định hiện hành buông lỏng điều kiện xác định nhà đầu tư mua trái phiếu vô hình chung đã tạo điều kiện cho nhiều cá nhân trước đây không thể mua trái phiếu doanh nghiệp giờ có thể sở hữu loại giấy tờ có giá này. Đây chính là nguy cơ rất lớn cho chính nhà đầu tư trái phiếu cũng như cho thị trường.

Thứ hai, quy định về nhà đầu tư trái phiếu phát hành riêng. Theo đó, Nghị định 08/2023/NĐ-CP hoãn áp dụng các điều kiện chặt chẽ hơn đối với nhà đầu tư trái phiếu mà không dự liệu các vấn đề sau khi hết thời hạn hoãn áp dụng các điều kiện trên là một điều thiếu sót. Trong trường hợp sau ngày 31 tháng 12 năm 2023, khi các điều kiện xác định nhà đầu tư mua trái phiếu doanh nghiệp trở lên chặt chẽ hơn do áp dụng quy định tại Nghị định số 65/2022/NĐ-CP thì rất có khả năng các nhà đầu tư trái phiếu lúc này không còn đáp ứng đủ điều kiện để nắm giữ trái phiếu và kì hạn trái phiếu lúc này có thể lên đến 2 đến 3 năm. Đây là điều mà quy định pháp luật hiện hành chưa dự liệu và giải quyết thấu đáo để bảo đảm quyền lợi cho nhà đầu tư sở hữu trái phiếu trong giai đoạn từ tháng 03 cho đến hết tháng 12 năm 2023.

Thứ ba, quy định về điều kiện nhà đầu tư mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ trong bối cảnh hiện nay là không phù hợp. Niềm tin của nhà đầu tư chứng khoán nói chung và nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ nói riêng đang bị suy giảm xuất phát từ các vụ việc không thể thanh toán nợ trái phiếu đúng hạn của các doanh nghiệp lớn trên thị trường [5]. Do đó, việc mở rộng phạm vi đối tượng được mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ theo tác giả không phải là một giải pháp hữu hiệu. Quy định này rõ ràng không hướng đến việc bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp mà còn tạo ra nhiều rủi ro hơn cho đối tượng này cũng như thiếu cơ chế xử lý các vấn đề liên quan. Vì vậy, trong tương lai cần thiết phải có các cơ chế khác nhằm tạo hàng rào bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu hiệu quả hơn và hướng trọng tâm đến việc củng cố lòng tin của nhà đầu tư trên thị trường.

2.2 Quy định về yêu cầu xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp phát hành trái phiếu riêng lẻ

Quy định về xếp hạng tín nhiệm tiếp tục là một trong những vấn đề đáng quan tâm liên quan đến cơ chế bảo vệ quyền của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ. Trong bối cảnh niềm tin của nhà đầu tư trái phiếu đang xuống dốc như hiện nay. Hoàn thiện hành lang pháp lý nhằm bảo vệ quyền của nhà đầu tư chính là ưu tiên hàng đầu của các nhà hoạch định chính sách và pháp luật. Do đó, vấn đề xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp cần được đặt ra với tư cách là một yêu cầu bắt buộc đối với các doanh nghiệp đang có nhu cầu huy động

vốn bằng trái phiếu. Với chuyên môn của mình, các công ty xếp hạng tín nhiệm sẽ sử dụng các biện pháp nghiệp vụ để đánh giá và xếp hạng các tổ chức phát hành trái phiếu theo thang điểm mức cao nhất là AAA¹ xuống mức thấp nhất là D (vỡ nợ) [6]. Căn cứ vào kết quả xếp hạng tín nhiệm, nhà đầu tư trái phiếu sẽ có dữ liệu để tham khảo, thẩm định khả năng trả nợ của tổ chức phát hành ở đây chính là doanh nghiệp. Nói cách khác, kết quả xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp sẽ góp phần quan trọng trong việc định hướng việc lựa chọn mua hoặc không mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành. Bên cạnh đó, kết quả xếp hạng tín nhiệm còn là cơ sở để nhà đầu tư nhận định lãi suất trái phiếu doanh nghiệp phát hành đã phù hợp hay chưa. Với các doanh nghiệp xếp hạng tín nhiệm thấp rủi ro mua trái phiếu doanh nghiệp sẽ lớn hơn và do đó lãi suất trái phiếu buộc phải cao hơn để thu hút nhà đầu tư.

Với vai trò quan trọng như vậy, hoạt động xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp chính là một trong những yếu tố bắt buộc để duy trì cơ chế bảo vệ quyền của nhà đầu tư trái phiếu trên thị trường. Đáng tiếc, quy định hiện hành tại Nghị định số 08/2023/NĐ-CP lại không yêu cầu kết quả xếp hạng tín nhiệm đối với doanh nghiệp phát hành trái phiếu nếu doanh nghiệp phát hành thuộc các trường hợp phải xếp hạng tín nhiệm và thời điểm áp dụng theo quy định tại Khoản 2 Điều 19 và Khoản 3 Điều 310 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP là một tài liệu bắt buộc trong hồ sơ chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ. Về vấn đề này, tác giả cho rằng quy định trên đang đi ngược lại với mục tiêu bảo vệ quyền của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp. Mặc dù việc không bắt buộc phải xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp phát hành chỉ áp dụng đến hết ngày 31 tháng 12 năm 2023, nhưng rõ ràng việc loại bỏ điều kiện về xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp không phải là giải pháp tối ưu để giải quyết khủng hoảng lòng tin của nhà đầu tư trái phiếu. Việc không bắt buộc doanh nghiệp phải xếp hạng tín nhiệm để phát hành trái phiếu sẽ tạo điều kiện để nhiều doanh nghiệp không đủ khả năng trả nợ vẫn có thể tiếp tục được vay nợ. Quy định này cộng với việc nói lỏng điều kiện xác định nhà đầu tư mua trái phiếu doanh nghiệp thật sự là những rủi ro tiềm ẩn có thể làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến quyền của nhà đầu tư trái phiếu nói chung và trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ nói riêng.

Rõ ràng, hành lang pháp lý hiện nay đang tập trung vào các giải pháp tạo điều kiện thuận lợi cho tổ chức phát hành và chưa tập trung hoàn toàn vào vấn đề bảo đảm quyền lợi nhà đầu tư chúng khoán đặc biệt là nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp. Do đó, cần có các biện pháp kịp thời nhằm hoàn thiện hành lang pháp lý liên quan đến cơ chế bảo vệ quyền của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ.

2.3 Quy định về đổi điều kiện, điều khoản thanh toán của trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ

¹ Theo hãng xếp hạng tín nhiệm Moody's thì các công ty xếp hạng tín nhiệm ở mức AAA là những công ty có chất lượng tín dụng tốt nhất, khả năng trả các nghĩa vụ tài chính vô cùng cao. Đây là thứ hạng cao nhất khi xếp hạng các khoản vay của các công ty. Xem thêm tại: <https://www.dnse.com.vn/hoc/moodys-la-gi>, truy cập ngày 30/7/2024.

Bản chất của trái phiếu là khoản vay giữa doanh nghiệp phát hành và nhà đầu tư trái phiếu. Vì vậy, mọi điều khoản của trái phiếu trong đó có điều khoản thanh toán đương nhiên ràng buộc hai bên và doanh nghiệp phát hành có nghĩa vụ thực thi nghiêm chỉnh tất cả các nội dung đã được ghi nhận trong trái phiếu. Những nghĩa vụ này bao gồm việc phải thanh toán đầy đủ, đúng hạn gốc, lãi trái phiếu khi đến hạn và thực hiện các quyền kèm theo cho chủ sở hữu trái phiếu (nếu có). Vấn đề là, trong một số trường hợp doanh nghiệp phát hành gặp khó khăn đối với dòng tiền khiến cho khả năng trả nợ bị ảnh hưởng dẫn đến nguy cơ không thể thanh toán gốc và lãi trái phiếu đúng hạn và làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến quyền của nhà đầu tư trái phiếu. Lúc này, việc tạo ra một cơ chế linh hoạt để doanh nghiệp phát hành và nhà đầu tư trái phiếu có thể thỏa thuận về việc thay đổi điều kiện cũng như điều khoản thanh toán trái phiếu chính là giải pháp tình thế nhưng lại rất hiệu quả cho cả hai bên. Nghị định số 08/2023/NĐ-CP đã chính thức ghi nhận trường hợp doanh nghiệp phát hành không thể thanh toán đầy đủ, đúng hạn nợ gốc, lãi trái phiếu bằng đồng Việt Nam theo phương án phát hành đã công bố cho nhà đầu tư thì có thể đàm phán với người sở hữu trái phiếu để thanh toán gốc, lãi trái phiếu đến hạn bằng tài sản khác. Do khoản vay này có tính chất như một hợp đồng vì vậy một trong những điều kiện để trả nợ bằng tài sản khác chính là phải nhận được sự chấp thuận của người sở hữu trái phiếu. Bộ Luật Dân sự năm 2015 cũng đã có quy định tại Điều 420 về thực hiện hợp đồng trong hoàn cảnh thay đổi cơ bản. Do đó, doanh nghiệp phát hành và nhà đầu tư trái phiếu hoàn toàn có thể thỏa thuận lại các điều khoản trái phiếu khi *điều kiện hoàn cảnh cơ bản* theo Bộ Luật Dân sự năm 2015 được đáp ứng. Tuy nhiên, quy định cho phép doanh nghiệp phát hành và nhà đầu tư trái phiếu đàm phán trả nợ bằng tài sản khác theo tác giả cũng phát sinh một số bất cập sau đây:

Thứ nhất, vấn đề định giá tài sản khác dùng để trả nợ. Đây là vấn đề ảnh hưởng trực tiếp đến quyền lợi nhà đầu tư trái phiếu. Bởi lẽ, trong trường hợp doanh nghiệp không thể dùng đồng Việt Nam để thanh toán, tài sản khác dùng để trả nợ có thể là chứng khoán, bất động sản, v.v thuộc sở hữu hợp pháp và đủ điều kiện chuyển nhượng của doanh nghiệp phát hành. Các loại tài sản này đều cần phải định giá trước khi dùng để thanh toán. Trong trường hợp này, nguyên tắc định giá tài sản khác dùng để trả nợ như thế nào, cơ chế bảo vệ quyền của nhà đầu tư trái phiếu ra sao đối với vấn đề định giá tài sản, rất tiếc, nghị định số 08/2023/NĐ-CP vẫn chưa làm rõ. Do đó, rủi ro trong trường hợp tiếp nhận tài sản trả nợ khác đối với chủ sở hữu trái phiếu vẫn hiện hữu do giá trị tài sản đó có thể không tương ứng với giá khoản vay của doanh nghiệp.

Thứ hai, vấn đề liên quan đến bất bình đẳng giữa các nhà đầu tư trái phiếu. Do phải thỏa thuận với nhiều chủ sở hữu trái phiếu nên trong quá trình này có thể xảy ra tình trạng chủ sở hữu trái phiếu đến hạn sớm thì sẽ có cơ hội được đàm phán để lựa chọn tài sản trả nợ khác tốt hơn so với nhà đầu tư đáo hạn trái phiếu sau đó. Rõ ràng, điều này có thể gây ra thiệt hại không hề nhỏ cho chủ sở hữu trái phiếu đáo hạn muộn hơn do bản thân những chủ thể này không còn có

nhiều lựa chọn. Đây là vấn đề có thể thấy Nghị định số 08/2023/NĐ-CP vẫn chưa dự liệu để giải quyết.

Từ những phân tích trên có thể thấy, cơ chế bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu trong trường hợp doanh nghiệp phát hành gặp khó khăn đối với việc thanh toán vẫn còn rất nhiều bất cập. Do đó, cần đưa ra các giải pháp có tính khả thi nhằm hoàn thiện cơ chế bảo vệ quyền cho nhà đầu tư trái phiếu, tạo động lực cho họ quay lại thị trường để đảm bảo sự phát triển ổn định, lâu dài của thị trường vốn nói chung và thị trường trái phiếu nói riêng.

3. Giải pháp hoàn thiện pháp luật về bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ theo pháp luật Việt Nam

Có thể nói, vấn đề bảo vệ quyền của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp nói chung và trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ nói riêng chính là một trong những yếu tố quan trọng góp phần thúc đẩy sự phát triển ổn định của thị trường vốn ở nước ta. Tuy nhiên, soi chiếu các quy định pháp luật liên quan có thể thấy, vấn đề bảo vệ quyền của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ ở Việt Nam vẫn chưa được thực hiện một cách hiệu quả, xuất phát từ những khoảng trống pháp luật. Vấn đề này đã được bài viết phần nào lý giải thông qua những phân tích, bình luận ở trên. Do đó, để bảo vệ hiệu quả quyền của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ, cần thiết phải hoàn thiện các quy định pháp luật về nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ theo hướng sau:

Một là, về điều kiện nhà đầu tư mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ.

Đối với hạn trong quy định về hoãn áp dụng một số điều kiện để xác định nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ, tác giả cho rằng cần bổ sung quy định về việc xử lý trường hợp đối với nhà đầu tư trái phiếu không còn đáp ứng điều kiện nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp để tiếp tục sở hữu trái phiếu doanh nghiệp. Cụ thể, cần làm rõ quyền và nghĩa vụ của nhóm đối tượng này liên quan đến các giao dịch đối với trái phiếu mà họ mua trong thời gian từ 05 tháng 3 đến hết 31 tháng 12 năm 2023. Đây là quy định rất cần thiết nhằm bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư mua trái phiếu trong giai đoạn này cũng như hạn chế các tranh chấp không đáng có xảy ra trong tương lai liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp.

Hai là, về quy định yêu cầu xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp phát hành trái phiếu riêng lẻ.

Đối với hạn chế trong quy định xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp phát hành trái phiếu riêng lẻ, quy định hiện hành cho phép doanh nghiệp chào bán trái phiếu riêng lẻ được hoãn áp dụng điều kiện xếp hạng tín nhiệm đến hết ngày 31 tháng 12 năm 2023. Với tầm quan trọng của hoạt động xếp hạng tín nhiệm đối với quyền lợi của nhà đầu tư trái phiếu, kiến nghị của tác giả đó là không nên tiếp tục hoãn áp dụng điều kiện về xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp phát hành riêng lẻ trong tương lai. Điều này sẽ tạo ra một tiền lệ không tốt trong việc xử lý khủng hoảng về trái phiếu tương tự trong thời gian tới. Đồng thời, đây không phải là giải pháp giúp

xây dựng lòng tin của nhà đầu tư trái phiếu vốn đã rất suy yếu sau nhiều sự kiện tiêu cực xảy ra trên thị trường. Yêu cầu xếp hạng tín nhiệm doanh nghiệp phát hành trái phiếu doanh nghiệp cần được xem là điều kiện bắt buộc, tối quan trọng để giữ chân nhà đầu tư trái phiếu ở lại với thị trường.

Ba là, về quy định đổi điều kiện, điều khoản thanh toán của trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ.

Đối với hạn chế trong quy định về thay đổi điều kiện, điều khoản thanh toán của trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ. Đây là một trong những mối quan tâm lớn nhất và cũng được xem là điều khoản có tác động nhiều nhất đến quyền lợi của nhà đầu tư trái phiếu. Quy định hiện hành cho phép doanh nghiệp phát hành trái phiếu thay đổi tài sản khác để thanh toán nợ cho nhà đầu tư. Kiến nghị của tác giả đối với vấn đề này đó là: Thứ nhất, cần bổ sung quy định về nguyên tắc và phương pháp định giá tài sản khác dùng để trả nợ. Trong trường hợp sử dụng kết quả định giá của tổ chức thẩm định giá cần trao quyền cho nhà đầu tư trái phiếu là bên chỉ định tổ chức thẩm định giá tài sản dùng để thanh toán. Điều này chính là điểm cốt lõi để bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư trái phiếu.

4. Kết luận

Bảo vệ quyền của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp nói chung và nhà đầu tư trái phiếu phát hành riêng lẻ nói riêng chính là yếu tố quyết định sự tồn tại cũng như phát triển của thị trường trái phiếu. Do đó, trong xây dựng và hoàn thiện hành lang pháp lý về thị trường trái phiếu ở Việt Nam cần ưu tiên bảo vệ người cho vay hơn là bảo vệ doanh nghiệp phát hành. Với cơ chế bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư trái phiếu như hiện nay, cần rất nhiều nỗ lực để dòng tiền nhàn rỗi có thể quay trở lại thị trường. Các giải pháp về hoàn thiện quy định liên quan đến bảo vệ quyền của nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phát hành riêng lẻ được đề xuất trong bài viết này chỉ là một phần trong tổng thể những giải pháp có thể thực hiện nhằm nâng cao vị thế của nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu. Không chỉ vậy, các kiến nghị hoàn thiện trên chỉ thực sự phát huy tác dụng trên cơ sở có sự chung tay thực hiện pháp luật một cách nghiêm túc, và trách nhiệm của cơ quan quản lý nhà nước, doanh nghiệp phát hành, các chủ thể cung cấp dịch vụ và trên hết chính là các nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Lê Thị Bích Huệ (2016), "Bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp", *Tạp chí Khoa học Đại học Quốc gia Hà Nội: Luật học*, vol. 32, no. 3, pp. 65-71.
2. Bộ Tài Chính (2022), *Báo cáo thường niên thị trường trái phiếu Việt Nam 2021*, Hà Nội.

3. Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam (2023), *Tóm tắt thị trường trái phiếu Việt Nam 2022*, truy cập tại: <https://vbma.org.vn/vi/reports/yearly>, truy cập ngày 30/7/2024.
4. Ánh Tuyết (2023), “Cuộc chơi trái phiếu doanh nghiệp khó trông chờ ở một giải pháp tình thế”, *Tạp chí điện tử VnEconomy*, truy cập tại: <https://vneconomy.vn/cuoc-choi-trai-phieu-doanh-nghiep-kho-trong-cho-o-mot-giai-phap-tinh-the.htm>, truy cập ngày 30/7/2024.
5. Thế Phong (2023), “Trái phiếu riêng lẻ, chờ vá nổi đầu”, *Tạp chí Nhân dân cuối tuần*, truy cập tại: <https://nhandan.vn/trai-phieu-rieng-le-cho-va-noi-dau-post779709.html>, truy cập ngày 30/7/2024.
6. Trần Thúy Quỳnh (2023), “Nâng cao hiệu quả xếp hạng tín nhiệm trái phiếu doanh nghiệp hướng tới môi trường đầu tư tài chính hiệu quả và minh bạch”, *Tạp chí Công thương*, truy cập tại: <https://tapchicongthuong.vn/nang-cao-hieu-qua-xep-hang-tin-nhiem-trai-phieu-doanh-nghiep-huong-toi-moi-truong-dau-tu-tai-chinh-hieu-qua-va-minh-bach-tai-viet-nam-107145.htm>, truy cập ngày 15/9/2023.