

The Saigon International
University



Khóa luận
tốt nghiệp

Thành phố Hồ Chí Minh - 2024

KHÓA LUẬN TỐT NGHIỆP

Ngành:

Luật kinh tế quốc tế

Đề tài:

**Pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán
và thực tiễn áp dụng**

Giảng viên hướng dẫn:

ThS. Nguyễn Thị Ngọc Uyên

Sinh viên:

Vũ Khang Thịnh

MSSV: 97382002001



**The Saigon
International
University**

Lewis Campus

Email: admission@siu.edu.vn

Website: www.siu.edu.vn

MỞ ĐẦU

1. Lí do chọn đề tài

Trong nền kinh tế hiện đại, TTCK đóng vai trò quan trọng trong việc huy động vốn và phân bổ nguồn lực tài chính. Đây là nơi diễn ra các hoạt động mua bán, trao đổi các loại chứng khoán, góp phần thúc đẩy sự phát triển của các doanh nghiệp và nền kinh tế quốc gia. Trong bối cảnh đó, BLPHCK nổi lên như một công cụ quan trọng giúp các doanh nghiệp tiếp cận vốn một cách hiệu quả và đảm bảo tính thanh khoản của thị trường. BLPHCK không chỉ đơn thuần là việc các tổ chức tài chính đứng ra cam kết mua toàn bộ hoặc một phần số lượng chứng khoán mà doanh nghiệp phát hành mà còn bao gồm các hoạt động tư vấn, hỗ trợ và bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư. Vai trò của các tổ chức bảo lãnh phát hành ngày càng trở nên quan trọng, đặc biệt trong việc đảm bảo tính minh bạch, ổn định và hiệu quả của thị trường chứng khoán. Hoạt động BLPHCK đóng vai trò quan trọng trong việc chào bán chứng khoán để huy động vốn từ các chủ thể trong nền kinh tế, từ chính phủ đến các doanh nghiệp trên thị trường vốn toàn cầu. Ở các quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển, BLPHCK thường liên quan đến việc chào bán chứng khoán công khai. Không chỉ giúp đảm bảo thành công của các đợt chào bán, tổ chức thực hiện hoạt động BLPHCK còn được xem là bên trung gian đại diện cho nhà nước để bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư trên thị trường và đảm bảo sự ổn định của thị trường chứng khoán.

Tuy nhiên, việc thực hiện BLPHCK tại Việt Nam tuy đã trải qua hơn hai mươi năm hình thành và phát triển nhưng cho đến nay vẫn còn gặp nhiều thách thức và hạn chế do các yếu tố về pháp lý, cơ chế quản lý và thực tiễn thị trường. Điều này đặt ra nhu cầu nghiên cứu, đánh giá và đề xuất các giải pháp nhằm hoàn thiện khung pháp lý và nâng cao hiệu quả hoạt động BLPHCK. Xuất phát từ tầm quan trọng và những thách thức thực tiễn này, đề tài khóa luận về “Pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán và thực tiễn áp dụng” được thực hiện với mục đích phân tích, đánh giá và đề xuất các giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả thực hiện pháp luật về BLPHCK tại Việt Nam. Khóa luận sẽ tập trung vào các nội dung chính bao gồm: khái niệm, vai trò, quy trình bảo lãnh phát hành chứng khoán; thực trạng và các yếu tố ảnh hưởng; kinh nghiệm quốc tế và đề xuất giải pháp cải thiện. Em hy vọng rằng, thông qua khóa luận này, sẽ cung cấp được cái nhìn tổng quan và chi tiết về pháp luật bảo lãnh phát hành chứng khoán, từ đó đóng góp một phần vào việc phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam một cách bền vững và hiệu quả.

2. Mục đích và nhiệm vụ nghiên cứu

Mục tiêu của đề tài là xây dựng cơ sở lý luận về hoạt động Bảo lãnh phát hành cổ phiếu và trái phiếu có kèm quyền chứng khoán (BLPHCK) và pháp luật liên quan, đánh giá tình hình hiện tại của quy định pháp luật, từ đó đề xuất các giải pháp cải thiện nhằm tạo ra một cơ sở pháp lý hoàn thiện hỗ trợ cho việc phát triển hoạt động BLPHCK và nâng cao hiệu quả quản lý trong lĩnh vực này.

Nhiệm vụ nghiên cứu bao gồm việc nghiên cứu và định nghĩa về hoạt động BLPHCK, phân biệt đặc điểm riêng của BLPHCK so với các hoạt động khác, xác định bản chất kinh tế và pháp

lý của BLPHCK, làm rõ nội dung, phân loại và vấn đề bảo lãnh. Đặc biệt, tập trung vào vai trò quan trọng của BLPHCK đối với sự phát triển của thị trường vốn. Nghiên cứu và xác định nguyên tắc pháp lý cần tuân thủ trong quá trình xây dựng pháp luật về BLPHCK và cấu trúc của phần này. Nghiên cứu nội dung pháp luật về BLPHCK tại Việt Nam để phân tích ưu điểm, hạn chế, bất cập, bao gồm các quy định về chủ thể, nội dung, phương thức thực hiện, hình thức pháp lý, giới hạn và quản lý hoạt động BLPHCK. Đề xuất các giải pháp cải thiện pháp luật về BLPHCK tại Việt Nam, đảm bảo khả thi, đáp ứng yêu cầu thực tiễn và phù hợp với quá trình hội nhập kinh tế quốc tế.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Tập trung vào việc xem xét hệ thống các quy định pháp luật về BLPHCK, bao gồm LCK, Luật Doanh nghiệp, Luật Thương mại và các nguyên tắc của Tổ chức Quốc tế về Quản lý Chứng khoán (IOSCO). Bên cạnh đó, cũng sẽ phân tích và tổng hợp các số liệu báo cáo để hiểu về thực tiễn hoạt động BLPHCK của các công ty chứng khoán tại TTCK Việt Nam.

Phạm vi nghiên cứu sẽ tập trung vào các vấn đề lý thuyết về BLPHCK, các quy định về pháp luật điều chỉnh các vấn đề về hoạt động BLPHCK từ khi LCK 2019 có hiệu lực cho đến nay. Trong đó, nghiên cứu sẽ chủ yếu tập trung vào những yếu tố pháp luật về BLPHCK đối với các chứng khoán được chào bán ra công chúng.

4. Phương pháp nghiên cứu

Phương pháp nghiên cứu được áp dụng trong đề tài này là sự kết hợp của các phương pháp nghiên cứu cơ bản như suy luận logic, phân tích, so sánh, tổng hợp. Các phương pháp này được linh hoạt sử dụng phù hợp với từng phần nội dung nghiên cứu của khoá luận.

- Chương 1 sẽ tập trung về các vấn đề cơ bản của BLPHCK và pháp luật liên quan, sử dụng phương pháp phân tích và so sánh để đánh giá các luận điểm về vấn đề lý luận về BLPHCK. Ngoài ra, sử dụng phương pháp tổng hợp để đưa ra kết luận và khẳng định quan điểm về vấn đề đó.
- Chương 2 nghiên cứu tình hình pháp luật về BLPHCK tại Việt Nam hiện nay, bên cạnh đó, sử dụng phương pháp phân tích giúp đưa ra đánh giá rõ ràng và toàn diện về các quy định pháp luật đối với thực tiễn. Đồng thời, phương pháp so sánh đã được sử dụng để đánh giá mức độ phù hợp với quy định quốc tế của pháp luật Việt Nam.
- Chương 3 tập trung vào việc hoàn thiện các quy định pháp luật về BLPHCK. Phương pháp phân tích, tổng hợp và so sánh đã được áp dụng để đề ra các luận điểm cần thiết cho các đề xuất và kiến nghị hoàn thiện pháp luật tại lĩnh vực này.

5. Kết cấu của khoá luận

Khoá luận bao gồm phần mở đầu, kết luận, danh mục tài liệu tham khảo, bên cạnh đó còn có:

Chương 1: Cơ sở lý luận về bảo lãnh phát hành chứng khoán và pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán

Chương 2: Thực trạng pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam

Chương 3: Định hướng và giải pháp hoàn thiện pháp luật về bảo lãnh phát hành chứng khoán ở Việt Nam

Chương 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN VÀ PHÁP LUẬT VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN

1.1 Cơ sở lý luận về bảo lãnh phát hành chứng khoán

1.1.1 Khái niệm phát hành chứng khoán

Là hình thức đưa ra lưu hành chứng khoán mới để thu vốn cho các tổ chức phát hành chứng khoán và cho phép người mua nhận lợi tức nhất định. Việc chào bán lần đầu chứng khoán mới được gọi là phát hành chứng khoán. Chứng khoán được phát hành dưới dạng chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ, xác nhận quyền và lợi ích hợp pháp của chủ sở hữu đối với vốn hoặc tài sản của tổ chức phát hành. TCPH chứng khoán có thể là doanh nghiệp cần thu vốn cho mục đích sản xuất, kinh doanh hoặc chính phủ cần thu vốn để đáp ứng nhu cầu tài chính. Phát hành chứng khoán có thể chuyển nhượng và bán chứng khoán đã phát hành cho NĐT ngoài tổ chức phát hành trong phạm vi pháp luật, được gọi là phát hành chứng khoán công chúng. Khác với việc mua bán chứng khoán, quan hệ phát hành chứng khoán được thiết lập trực tiếp giữa tổ chức phát hành và nhà đầu tư, từ đó tăng vốn đầu tư vào nền kinh tế. Để bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư và đảm bảo sự phát triển của thị trường, pháp luật đã đề ra các điều kiện bắt buộc cho việc phát hành chứng khoán. Phát hành chứng khoán được coi là cầu nối giữa thị trường chứng khoán sơ cấp và thứ cấp và đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra các sản phẩm (hay còn gọi là chứng khoán) để thúc đẩy hoạt động trên thị trường thứ cấp, hay còn gọi là “hoạt động diễn ra trên thị trường sơ cấp, có vai trò tạo hàng hóa cho thị trường thứ cấp”.

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

Khái niệm về BLPHCK

BLPHCK là một dịch vụ tài chính trong đó một tổ chức tài chính (thường là ngân hàng đầu tư hoặc công ty chứng khoán) cam kết mua toàn bộ hoặc một phần chứng khoán của một tổ chức phát hành (thường là công ty) nếu những chứng khoán này không được bán hết trong đợt phát hành. Đây là một cách để tổ chức phát hành đảm bảo rằng họ sẽ thu được số tiền cần thiết từ việc phát hành chứng khoán. TCBL phát hành có thể cam kết mua toàn bộ hoặc một phần số lượng chứng khoán mà doanh nghiệp phát hành nếu chúng không được bán hết trong đợt chào bán. Theo LCK 2019, “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” (Khoản 31 Điều 4 LCK 2019). Hoạt động BLPHCK liên quan đến việc phát hành chứng khoán, đặc biệt là ra công chúng, khi cần huy động vốn. Nó thường được thực hiện bởi một ngân hàng đầu tư hoặc công ty chứng khoán. Đây là một hình thức quan hệ pháp lý giữa TCBL và TCPH. Ý nghĩa

thực sự của hoạt động giao dịch chứng khoán dựa trên cam kết của nó với tổ chức phát hành, cam kết mua mã cổ phiếu hoặc cố gắng phát hành chứng khoán cho nhà đầu tư có thu phí.

Đặc điểm của BLPHCK

- Đầu tiên, BLPHCK là một hoạt động phát sinh từ hoạt động PHCK và luôn liên quan đến hoạt động này.

Sự ra đời của BLPHCK xuất phát từ nhu cầu của TCPH trong quá trình phát hành chứng khoán nhằm huy động vốn. Như vậy, “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”¹. Nội dung của BLPHCK liên quan đến khía cạnh kỹ thuật và nghiệp vụ của hoạt động phát hành chứng khoán. BLPHCK tồn tại chỉ khi hoạt động phát hành chứng khoán còn tồn tại. Điều này giải thích tại sao tên gọi của BLPHCK thường liên quan đến PHCK và tại sao pháp luật các quốc gia thường đưa ra khái niệm về BLPHCK kèm theo chứng khoán phát hành và TCPH. BLPHCK luôn liên quan đến hoạt động PHCK thông qua phương thức chào bán công khai. Sự khác biệt giữa BLPHCK ra công chúng và phát hành riêng lẻ được xác định bởi đặc điểm của chúng. Hoạt động BLPHCK rộng rãi có tác động rộng rãi đến thị trường chứng khoán, đặc biệt là nhà đầu tư cá nhân, đồng thời đặt ra yêu cầu cao hơn về năng lực tài chính, năng lực chuyên môn, uy tín và đạo đức nghề nghiệp. Nghiên cứu pháp luật của nhiều nước trên thế giới cho thấy nội dung khái niệm vi phạm chứng khoán có xu hướng mở rộng. Vụ việc này cho thấy phạm vi vi phạm chứng khoán không còn giới hạn ở việc phát hành chứng khoán trên thị trường sơ cấp, mở rộng sang 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

Từ khía cạnh kinh tế về việc chia sẻ rủi ro của BLPHCK, có một mối quan hệ giữa bên mua bảo hiểm và bên bán bảo hiểm. Trong trường hợp không bán hết chứng khoán phát hành, bên TCBL sẽ phải chịu rủi ro thay cho bên TCPH. Khi quan hệ bảo lãnh phát hành được thiết lập, rủi ro của việc nếu không bán hết chứng khoán sẽ được chuyển giao từ TCPH sang TCBL thông qua cam kết của TCBL mua số chứng khoán còn lại để đảm bảo TCPH có đủ vốn cần. Trong trường hợp này, TCPH sẽ phải trả cho TCBL một khoản phí tương ứng.

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

Trong các quốc gia có TTCK phát triển, hoạt động kinh doanh chứng khoán thường được thực hiện bởi các ngân hàng đầu tư, trong đó hoạt động môi giới chứng khoán được coi là hoạt động ngân hàng đầu tư truyền thống nhất. Tuy nhiên, ở Việt Nam, thị trường chứng khoán chưa phát

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

triển nên hoạt động này được tổ chức đơn giản hơn và do các công ty chứng khoán thực hiện. Theo quy định của Luật Chứng khoán 2019, hoạt động kinh doanh chứng khoán bao gồm môi giới chứng khoán, tự doanh chứng khoán, tư vấn đầu tư chứng khoán, quản lý quỹ đầu tư chứng khoán, quản lý danh mục đầu tư chứng khoán.

Hoạt động kinh doanh chứng khoán có thể được chia thành hai nhóm dựa vào mức độ rủi ro. Nhóm có mức rủi ro thấp thường dựa vào nguồn vốn nhân lực và bao gồm các hoạt động như môi giới, tư vấn, quản lý quỹ đầu tư, quản lý danh mục đầu tư. Rủi ro lớn nhất trong nhóm này là khi thực hiện sai lệnh của khách hàng, nhưng thường không đáng kể do giới hạn của pháp luật. Nhóm thứ hai có mức rủi ro cao hơn, đòi hỏi nguồn tài chính lớn và bao gồm hoạt động tự doanh và môi giới chứng khoán.

So với hoạt động tự doanh, hoạt động mua lại chứng khoán chưa phân phối của các công ty phát hành mang mức độ rủi ro cao hơn nhiều. Điều này xuất phát từ việc phải mua chứng khoán theo cam kết, không được quyền thay đổi về mã chứng khoán, giá cả và thời điểm mua. Tài sản đầu tư thường không hấp dẫn và vốn cần để thực hiện cam kết mua chứng khoán thường lớn. Có ba rủi ro chính mà hoạt động này phải đối mặt, bao gồm rủi ro phân phối chứng khoán, rủi ro hệ thống và rủi ro trách nhiệm đối với nhà đầu tư trong trường hợp thông tin có sai sót. Việc xác định rõ ràng mức độ rủi ro của hoạt động này là cần thiết để xây dựng các biện pháp phòng ngừa và bảo vệ cho các chủ thể tham gia.

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

Thứ nhất, BLPHCK bao gồm các hoạt động tư vấn tài chính doanh nghiệp, khi kết hợp với BLPHCK được coi là hoạt động ngân hàng đầu tư truyền thống. Cái tên này xuất phát từ thực tế là hoạt động này chủ yếu dựa trên việc sử dụng chuyên môn trong lĩnh vực tài chính doanh nghiệp. BLPHCK cam kết đảm bảo sự thành công của đợt phát hành này bằng việc tìm hiểu, phân tích và đánh giá các điều kiện hoạt động hiện tại cũng như triển vọng trong tương lai của TPPH. Sau khi phương án phát hành được phê duyệt, TCBL sẽ tiếp tục hỗ trợ TPPH chuẩn bị các hồ sơ cần thiết cho việc phát hành và hoàn tất thủ tục đăng ký với các cơ quan trong nước. Tất cả những công việc trên thực chất là nội dung của hoạt động tư vấn tài chính doanh nghiệp.

Thứ hai, hoạt động giao dịch chứng khoán còn mang tính chất của hoạt động môi giới chứng khoán. Giao dịch chứng khoán diễn ra trên thị trường chứng khoán sơ cấp, trong khi môi giới chứng khoán diễn ra trên thị trường chứng khoán thứ cấp. Tuy nhiên, điểm chung của cả hai hoạt động là tìm kiếm nhà đầu tư có nhu cầu mua chứng khoán từ người thực hiện. Đối với phát hành riêng lẻ, lượng vốn cần huy động thường không quá lớn và số lượng nhà đầu tư ít nên một số tổ chức phát hành có thể tự mình huy động. Tuy nhiên, hầu hết các tổ chức phát hành đều gặp khó khăn khi phát hành chứng khoán thông qua chào bán ra công chúng. Để đảm bảo phân phối chứng khoán thành công, TCBL có khả năng tiếp cận với số lượng lớn các nhà đầu tư có nhu cầu mua chứng khoán thông qua mạng lưới khách hàng hiện có cũng như uy tín và kinh nghiệm trên thị trường. TCBL cũng có thể tận dụng cơ sở khách hàng của mình bằng cách sử dụng các dịch vụ môi giới của mình.

Thứ ba, dịch vụ tư vấn đầu tư chứng khoán của BLPHCK bao gồm việc cung cấp các phân tích, đánh giá và tư vấn về chứng khoán. TCBL thu thập thông tin về hoạt động kinh doanh của tổ chức phát hành để đưa ra các báo cáo phân tích về tổ chức phát hành và chứng khoán đã phát hành. Đội ngũ chuyên gia của TCBL nghiên cứu thông tin này và công bố thông tin này để hướng dẫn các nhà đầu tư về đợt chào bán và giúp họ quyết định có nên mua chứng khoán được phát hành hay không. TCBL thực hiện hoạt động tư vấn đầu tư chứng khoán, đặc biệt là khuyến nghị mua các chứng khoán chưa chính thức lưu hành trên thị trường.

Thứ tư, BLPHCK tham gia tự doanh, sử dụng vốn mạo hiểm để mua chứng khoán khi nhà đầu tư không mua hết. TCBL nắm giữ nhóm chứng khoán này dưới dạng đầu tư dài hạn hoặc ngắn hạn tùy thuộc vào biến động giá và khả năng hấp thụ lãi/lỗ. Vì vậy, pháp luật yêu cầu đơn vị muốn bảo đảm phát thải trước hết phải có giấy ủy quyền. Sự khác biệt chính giữa hai hoạt động này là thái độ thực hiện TCBL. Việc tự giao dịch được thực hiện một cách chủ động dựa trên chiến lược và kế hoạch đầu tư đã định trước. Nhà đầu tư kiểm soát quá trình đầu tư của mình bằng cách sở hữu chứng khoán khi đăng ký không hoạt động, ngay cả khi anh ta đã có dự báo trước đó.

Năm là, trong quan hệ BLPHCK, NĐT không tham gia trực tiếp nhưng vẫn có quyền và lợi ích liên quan. Mặc dù BLPHCK là quan hệ giữa TCBL và TCPH, NĐT cũng liên quan đến quá trình này. TCBL đóng vai trò trung gian chứng nhận thông tin của TCPH để cung cấp cho NĐT trên thị trường. Do hạn chế về năng lực cá nhân, NĐT không thể tiếp nhận và đánh giá thông tin từ TCPH. NĐT thường là cá nhân đầu tư độc lập, không có liên hệ với nhau và có hạn chế về trình độ chuyên môn, do đó chi phí tiếp cận và đánh giá thông tin rất lớn. Với đội ngũ nhân sự, mạng lưới hoạt động, kinh nghiệm và uy tín, TCBL có khả năng tiếp cận và đánh giá thông tin từ TCPH để cung cấp cho NĐT. Tại Mỹ, 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 LCK 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 kí 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”.²

Cuối cùng, trong quá trình thực hiện hoạt động GBPHCK, mục tiêu phải tuân theo các giới hạn bảo mật do hoạt động này có tính rủi ro cao. Trong số các phương thức đăng ký, nghĩa vụ đăng ký dưới dạng nghĩa vụ cố định được coi là có mức độ rủi ro cao nhất, vì nó yêu cầu nghĩa vụ mua toàn bộ chứng khoán của chủ thể để phân phối lại. Do đó, hình thức bảo đảm này áp đặt các giới hạn bảo mật và yêu cầu tuân thủ nghiêm ngặt nhất. Bảo lãnh dưới hình thức trái phiếu

² Đạo luật Chứng khoán và Giao dịch, B.E. 2535 của Thái Lan, ban hành ngày 12/03/2019, §83.

có bản chất tương tự như tự doanh nên phải tuân thủ các giới hạn vốn đầu tư, giới hạn đầu tư chứng khoán và hoạt động đầu tư chung của TCBL. Ví dụ, tại Việt Nam, giới hạn vốn đầu tư không được vượt quá 100% vốn chủ sở hữu theo báo cáo quý gần nhất đối với tất cả các hợp đồng thuê bao được ký kết dưới hình thức cam kết ràng buộc. Ngoài ra, không được đầu tư quá 70% cổ phần vào cổ phiếu, đầu tư vốn và dự án kinh doanh. Tỷ lệ đầu tư vào tổ chức phát hành không niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán không được vượt quá 15% tổng số cổ phiếu, chứng chỉ quỹ đang lưu hành và 20% số đơn vị niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán. Mục đích của các hạn mức này nhằm đảm bảo an toàn vốn và phân tán rủi ro trong hoạt động đầu tư chứng khoán của TCBL.

Bản chất pháp lý của bảo lãnh phát hành chứng khoán

Theo giáo trình về Luật Chứng Khoán 2014 thì, “BLPHCK không phải là một giao dịch bảo đảm thực hiện nghĩa vụ theo quy định của BLDS 2015. Về vấn đề này, 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 bên thứ ba”³

Theo Khoản 31 Điều 4 Luật Chứng khoán 2019, “BLPHCK là một hợp đồng dịch vụ trong lĩnh vực chứng khoán được ký kết giữa TCBL và TCPH, trong đó TCBL cam kết 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 hoặc nỗ lực tối đa để phân phối số chứng khoán cần phát hành của TCPH”. Theo quan điểm của pháp luật, hoạt động phát hành chứng khoán là việc Tổ chức phát hành chứng khoán (TCPH) thực hiện các cam kết theo hợp đồng với Tổ chức bảo lãnh phát hành chứng khoán (TCBL). Trong đó, cam kết về phương thức bảo lãnh là hoạt động quan trọng và cần thiết nhất trong nội dung hoạt động chứng khoán. Nếu không có cam kết về phương thức bảo lãnh thì hợp đồng không được coi là phát hành chứng khoán. Ngoài ra, tổ chức phát hành còn có thể tham gia vào các hoạt động khác như tư vấn hồ sơ, thủ tục chào bán, đánh giá chứng khoán, lập bản cáo bạch hoặc thực hiện các biện pháp bình ổn giá cổ phiếu, tuy nhiên các hoạt động này bao gồm: chia sẻ một lời đề nghị bảo đảm phương pháp Phát hành chứng khoán là một hoạt động kinh doanh đặc biệt. Mặc dù pháp luật thương mại hiện hành của Việt Nam không quy định rõ việc phát hành chứng khoán là một loại hình dịch vụ thương mại nhưng hoạt động này luôn được coi là một loại hình hoạt động thương mại theo thông lệ quốc tế và phải tuân thủ các quy định của pháp luật thương mại và Luật Chứng khoán. Trong hoạt động này, TCBL đóng vai trò là nhà cung cấp dịch vụ trong khi TCPH đóng vai trò là người sử dụng dịch vụ. Nội dung chính của dịch vụ là nghĩa vụ mua chứng khoán từ tổ chức phát hành để bán lại cho nhà đầu tư, hoặc mua số chứng khoán còn lại chưa phân bổ hoặc phân phối chứng khoán cho nhà đầu tư. Ngoài ra, các bên có thể thỏa thuận các công việc khác như xem xét hồ sơ chào bán, định giá chứng khoán, lập bản cáo bạch... Trong quá trình này, tổ chức phát hành phải trả cho TCBL một khoản phí dịch vụ, thường được gọi là phí phát hành. Thông thường, số tiền đặt

³ Nguyễn Văn Tuyên, (2014), *Giáo trình Luật chứng khoán*, NXB Giáo dục Việt Nam, tr.132.

cọc tương ứng với mức độ cung cấp dịch vụ hoặc cam kết của TCBL. Mỗi quan hệ giữa TCBL và TCPH không phải là mối quan hệ đại diện theo pháp luật hoặc được ủy quyền. Trước đây, mối quan hệ giữa TCBL và TCPH được coi là mối quan hệ ủy quyền hoặc đại diện. Nếu UBCK được coi là được ủy quyền hoặc có quan hệ đại diện, TCBL phải thực hiện các công việc liên quan đến việc phát hành chứng khoán vì lợi ích của tổ chức phát hành và không được hành động ngoài quyền đại diện. Là một mối quan hệ dịch vụ kinh doanh thông thường, phạm vi trách nhiệm pháp lý của TCBL được xác định theo những giới hạn đã được thỏa thuận trong hợp đồng. Tuy nhiên, ở Việt Nam, pháp luật chưa quy định rõ mức độ quan tâm của TCBL đối với TCPH và cũng không có mâu thuẫn về quan điểm của cơ quan xử phạt đối với trách nhiệm của mình. Theo quy định của Bộ luật Dân sự về quan hệ ủy quyền, quan hệ giữa TCBL và TCPH không phải là quan hệ ủy quyền, vì TCBL không thay mặt TCBL thực hiện công việc bảo hành và chỉ giới hạn trách nhiệm trong phạm vi được hai bên thỏa thuận trong hợp đồng. sự bảo đảm. hợp đồng dịch vụ không chỉ vì lợi ích của người bảo hiểm.

1.1.3 Phân loại bảo lãnh phát hành chứng khoán

Bảo lãnh theo phương thức cam kết chắc chắn

Theo phương thức cam kết, TCBL cam kết mua toàn bộ hoặc một phần chứng khoán TCPH để phân phối lại cho nhà đầu tư. Giá mua thường thấp hơn so với giá chào bán chính thức ra công chúng. Phần chênh lệch giữa giá mua TCBL và giá chào bán ra công chúng chính là phí bảo lãnh. Ưu điểm của phương pháp đảm bảo cam kết mạnh là TCPH luôn có thể huy động được nguồn vốn cần thiết, trong khi TCBL có phí bảo lãnh cao. Vì vậy, các tổ chức phát hành chứng khoán chào bán lần đầu ra công chúng thường lựa chọn phương thức này để đảm bảo sự thành công của đợt chào bán trong tình huống thông tin về tổ chức phát hành và chứng khoán chào bán chưa được nhiều nhà đầu tư trên thị trường tiếp cận. thông báo cho nhà trường. Tuy nhiên, theo quan điểm của TCBL, hạn chế lớn nhất của phương thức gắn kết là rủi ro cao. Nếu toàn bộ chứng khoán không thể phân phối được (chủ yếu do giá chào bán chính thức quá cao so với giá thị trường tại ngày chào bán), TCBL buộc phải nắm giữ một lượng lớn chứng khoán như một khoản đầu tư với chi phí vốn cao nhưng với tính thanh khoản kém. Điều này dẫn đến tình trạng TCBL thường có xu hướng định giá thấp chứng khoán để tăng sức hấp dẫn đối với nhà đầu tư và giảm rủi ro không bán hết chứng khoán, gây lỗ cho tổ chức phát hành. Vì vậy, để hạn chế rủi ro TCBL, bảo vệ quyền lợi hợp pháp của tổ chức phát hành, đảm bảo sự ổn định của thị trường chứng khoán, các nhà lập pháp thường đặt ra những điều kiện khắt khe cho việc thực hiện phương thức bảo lãnh này. Ví dụ: yêu cầu về giá trị tối đa của bảo lãnh hoặc hạn chế bảo lãnh của các bên liên quan. Hoặc cho phép TCBL thành lập các nhóm bảo lãnh để chia sẻ rủi ro. Ngoài ra, cơ quan quản lý ở một số quốc gia có thị trường chứng khoán phát triển như Hoa Kỳ, Nhật Bản, Thái Lan cho phép TCBL sử dụng cơ chế phân bổ vượt mức như một phương tiện hủy lệnh đầu tư để chủ động hạn chế trách nhiệm pháp lý phương pháp.

Bảo lãnh theo phương thức dự phòng

Bảo đảm tạm thời là cam kết của TCBL về việc mua số chứng khoán chưa phân bổ còn lại của TPPH. Phương pháp này thường được sử dụng khi tổ chức phát hành chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu nhằm đảm bảo tất cả cổ đông đều có cơ hội mua cổ phiếu của công ty. Mặc dù lý thuyết cho thấy rủi ro của phương thức dự phòng và phương thức bảo đảm cố định là như nhau nhưng trên thực tế khả năng không có cổ đông nào đăng ký mua cổ phiếu là rất nhỏ. Mức độ phổ biến của các bảo đảm dự phòng khác nhau tùy theo từng quốc gia. Tại Hoa Kỳ, việc chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với thời gian mua lại đã giảm dần kể từ những năm 1980. Thay vào đó, xu hướng hiện nay ở Mỹ và nhiều nước khác là phát hành cổ phiếu đảm bảo ra công chúng. Tuy nhiên, tại các thị trường nhỏ hơn như Canada, một số nước châu Âu và Việt Nam, phương thức bảo lãnh dự trữ vẫn được sử dụng và phát triển. Quyền trước của cổ đông hiện hữu được mua cổ phiếu thường được quy định trong luật công ty của các nước và đây là lý do chính khiến phương thức chứng quyền dự phòng được sử dụng và phát triển hơn nữa ở các nước này, trong đó có toàn bộ Việt Nam.

Bảo lãnh theo phương thức cố gắng cao nhất

Bản chất của tài liệu là TCBL cam kết sẽ cố gắng bán một số lượng chứng khoán nhất định trên thị trường và nếu không bán được sẽ trả lại cho tổ chức phát hành. Việc phát hành của TCBL không có vấn đề gì vì TCBL không mua chứng khoán từ tổ chức phát hành mà chỉ đóng vai trò môi giới, đại lý. Rủi ro về sự không chắc chắn liên quan đến việc thực hiện ưu đãi phải do tổ chức phát hành chịu. Các bên có thể thỏa thuận thực hiện phương thức bảo lãnh một cách tốt nhất theo nhiều hướng khác nhau. Để có phương thức bảo lãnh tốt nhất, TCBL có mức phí bảo lãnh thấp hơn hai phương thức bảo lãnh còn lại. Hoạt động tiếp thị chủ yếu được thực hiện trong giai đoạn bán chứng khoán. Phương pháp này thường được sử dụng trong trường hợp chào bán có giá trị thấp hoặc khi thông tin về chứng khoán đã được phân phối rộng rãi trên thị trường. Các nhà đầu tư mục tiêu chủ yếu là các nhà đầu tư cá nhân. Phí bảo lãnh thường được tính bằng phần trăm giá trị chứng khoán được bán.

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

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

Về mặt thương mại, tư vấn tài chính và bảo hiểm chứng khoán trên thị trường chứng khoán là hai hoạt động kinh doanh độc lập 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 của quy trình đăng ký. Tư vấn tài chính diễn ra trước khi quyết định có lợi cho công ty bảo hiểm. Với tư cách là cố vấn, cố vấn tài chính kiểm tra tình hình tài chính và quản lý kinh doanh, phân tích các chỉ số tài chính, đánh giá triển vọng kinh doanh của tổ chức phát hành và từ đó đưa ra quyết định ra mắt thị trường. Ở những nước quản lý việc chào bán chứng khoán theo cơ chế chất lượng, khi chào bán chứng khoán ra công chúng phải đáp ứng một số điều kiện nhất định nên công tác tư vấn được mở rộng hơn. Các cố vấn tài chính phải xem xét, đánh giá việc tuân thủ của công ty phát hành với các yêu cầu phát sinh từ pháp luật, đưa ra lời khuyên về các phương án quản lý. Nhìn chung, tư vấn tài chính được coi là một dịch vụ độc lập từ khi ký kết công ty bảo hiểm

cho đến khi ký kết thỏa thuận tư vấn phát hành (thỏa thuận phát hành) với tổ chức phát hành. Hợp đồng độc lập mang lại nhiều lợi ích cho nhà tư vấn tài chính. Các cố vấn tài chính có thể tìm hiểu và đánh giá triển vọng tương lai của tổ chức phát hành cũng như chất lượng của chứng khoán được chào bán trước khi quyết định vấn đề. Đồng thời, giúp cố vấn tài chính đảm bảo phí dịch vụ được thu riêng, bất kể có mua bảo hiểm hay không.

Thứ hai, định giá chứng khoán chào bán.

Định giá chứng khoán là công việc đòi hỏi kinh nghiệm và kiến thức sâu rộng. Khi cung cấp dịch vụ giao dịch chứng khoán, tổ chức phát hành thường yêu cầu TCBL xác định giá trị chứng khoán như một phần của hợp đồng đã ký kết. Định giá chứng khoán khác nhau tùy thuộc vào tính chất của đợt phát hành và loại chứng khoán. Đối với cổ phiếu, việc định giá thêm cổ phiếu chào bán cho công ty niêm yết dễ dàng hơn vì giá cổ phiếu đã có sẵn trên thị trường. Tuy nhiên, đối với cổ phiếu chào bán ra công chúng lần đầu, TCBL phải lựa chọn phương pháp định giá phù hợp để xác định giá cổ phiếu. Các phương pháp định giá phổ biến hiện nay bao gồm Phương pháp dòng thu nhập chiết khấu, Phương pháp chiết khấu cổ tức, Phương pháp P/E (việc định giá tỷ lệ thu nhập trên mỗi cổ phiếu rất phức tạp vì có thể dẫn đến kết quả liên quan đến lợi ích của nhiều bên như tổ chức phát hành, TCBL và nhà đầu tư). Đến xung đột lợi ích. TCPH thường muốn giá chào bán cao để thu được nhiều tiền, trong khi TCBL thì có xu hướng định giá thấp để tránh rủi ro không chắc chắn trong việc phân phối cổ phiếu và duy trì mối quan hệ tốt với các NĐT. Đối với trái phiếu, việc định giá không phụ thuộc vào tính chất của đợt phát hành mà dựa vào đặc điểm cụ thể của từng trái phiếu, chủ yếu là lãi suất trái phiếu. Việc xác định lãi suất trái phiếu doanh nghiệp cũng phụ thuộc vào mức độ tín nhiệm của TCPH. Tại các nước có thị trường vốn phát triển, tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp sẽ quyết định định mức tín nhiệm cho một doanh nghiệp sau khi phân tích sâu các nhân tố định lượng và định tính. Ngược lại, tại các nước chưa phát triển thị trường vốn như Việt Nam, việc định giá trái phiếu trở nên khó khăn hơn do thiếu dịch vụ xếp hạng tín nhiệm. Có thể nói, việc định giá chào bán là công việc khó nhất trong quá trình cung cấp dịch vụ BLPHCK vì nó ảnh hưởng lớn đến thành công của đợt chào bán. Để thực hiện công việc này, chủ thể cần có trình độ chuyên môn sâu, kinh nghiệm, khả năng phân tích, đánh giá, dự báo thị trường và ý thức nghề nghiệp.

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

Việc xây dựng và cung cấp hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán là một phần quan trọng của nghề tư vấn tài chính. Trường hợp chứng khoán chào bán ra công chúng không có mã chứng khoán thì công việc này do tổ chức tư vấn thực hiện. Nếu BLPHCK được sử dụng, TCBL thường chịu trách nhiệm xử lý tài liệu. Để tránh rủi ro pháp lý, họ thường thực hiện thẩm định sâu rộng (gọi tắt là DD) để phát hiện và ngăn chặn gian lận cũng như xác minh tính chính xác của thông tin trước khi tiết lộ cho nhà đầu tư. Việc chuẩn bị hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán cho TCPH đòi hỏi thời gian khá lớn của TCBL. Ngoài việc tuân thủ thỏa thuận BLPHCK, TCBL cũng phải chịu trách nhiệm trước các nhà đầu tư bằng cách thực hiện thẩm định để đảm bảo tính chính xác của thông tin trong hồ sơ chào bán theo yêu cầu của pháp luật.

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

Việc xây dựng và cung cấp hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán là một phần quan trọng của nghề tư vấn tài chính. Trường hợp chứng khoán chào bán ra công chúng không có mã chứng khoán thì công việc này do tổ chức tư vấn thực hiện. Nếu BLPHCK được sử dụng, TCBL thường chịu trách nhiệm xử lý tài liệu. Để tránh rủi ro pháp lý, họ thường thực hiện thẩm định (gọi tắt là DD) để phát hiện, ngăn chặn gian lận và xác minh tính chính xác của thông tin trước khi công bố cho nhà đầu tư. Việc chuẩn bị hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán cho TCPH đòi hỏi thời gian khá lớn của TCBL. Ngoài việc tuân thủ thỏa thuận BLPHCK, TCBL cũng phải chịu trách nhiệm trước các nhà đầu tư bằng cách thực hiện thẩm định để đảm bảo rằng thông tin trong hồ sơ chào bán là chính xác theo quy định của pháp luật.

Thứ năm, hoạt động hỗ trợ sau phát hành.

Ngoài việc bán hết số chứng khoán cho các nhà đầu tư, thành công của đợt bán lần đầu chứng khoán còn phụ thuộc vào sự ổn định giá và khả năng thanh khoản của chứng sau khi được 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 duy trì ổn định giá chứng khoán trong giai đoạn đầu giao dịch trên thị trường thứ cấp. Những hoạt động hỗ trợ này đóng vai trò quan trọng đối với chứng khoán lần đầu được chào bán ra công chúng.

1.1.5 Vấn đề tổ hợp bảo lãnh

Theo nguyên tắc, một tổ chức bảo lãnh có thể cung cấp dịch vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán cho các tổ chức phát hành chứng khoán. Tuy nhiên, các tổ chức bảo lãnh cũng có thể hợp tác với nhau để tạo thành một nhóm, được gọi là tổ hợp bảo lãnh, để cùng cung cấp dịch vụ này. Có một số lí do chính dẫn đến việc các bên lựa chọn hình thức hợp tác trong tổ hợp bảo lãnh. Đối với các tổ chức bảo lãnh, lí do chủ yếu đến từ hạn chế về năng lực và khả năng chịu rủi ro. Pháp luật Việt Nam cũng quy định về phương thức tổ hợp bảo lãnh. Theo quy định tại 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 TCBL không chỉ đơn giản gồm tổ chức bảo lãnh 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. Nhóm đầu tiên là nhóm quản lý, bao gồm một tổ chức bảo lãnh chính và một số tổ chức bảo lãnh đồng quản lý, có chức năng như một nhà tuyển dụng và nhà tổ chức của các thành viên trong tổ hợp.

1.1.6 Vai trò của bảo lãnh phát hành chứng khoán

Vai trò đối với tổ chức phát hành

Vai trò của BLPHCK đối với TCPH là rất quan trọng trong việc đảm bảo sự thành công của dự án và kế hoạch huy động vốn của công ty. Với kiến thức, kinh nghiệm, uy tín và mạng lưới quan hệ, TCBL giúp TPPH huy động vốn với thời gian, chi phí thuận lợi nhất và đáp ứng nhu cầu kinh doanh. Việc huy động nguồn vốn cần thiết để phát triển sản xuất kinh doanh là điều quan trọng đối với các doanh nghiệp, bởi vốn luôn có ý nghĩa quyết định đối với sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Ngoài ra, giao dịch chứng khoán trên thị trường sơ cấp còn giúp tạo cầu nối thông tin giữa người mua và người bán. TCBL còn thực hiện chức năng tiếp thị của tổ chức phát hành bằng cách truyền đạt thông tin về đợt phát hành tới nhà đầu tư. Trong quá trình phát hành cổ phiếu, tổ chức phát hành có thông tin về đợt phát hành này nhưng không thể truyền đạt thông tin đó đến nhà đầu tư. Ngược lại, nhà đầu tư thiếu thông tin về thời điểm họ muốn hội tụ.

Vai trò đối với TCBL

Hoạt động kinh doanh bảo lãnh phát hành chứng khoán (BLPHCK) đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra doanh thu cho các tổ chức phát hành chứng khoán (TCPH). BLPHCK thường chiếm tỷ trọng lớn trong tổng thu nhập của TCPH, đặc biệt là trong thời kỳ kinh tế cần vốn. Mức phí bảo lãnh thường được xác định dựa trên nhiều yếu tố như loại hình bảo lãnh, quy mô đợt phát hành và phương thức chào bán. Ngoài việc tạo ra thu nhập, BLPHCK còn giúp nâng cao uy tín và vị thế của TCPH. Tuy nhiên, hoạt động này đòi hỏi sự phức tạp và kinh nghiệm. Không phải tất cả các tổ chức được cấp phép kinh doanh bảo lãnh đều có thể trở thành TCPH hiệu quả. Thành công của đợt phát hành không chỉ giúp TCPH huy động vốn mà còn đảm bảo lợi ích cho nhà đầu tư thông qua việc mua chứng khoán với giá hợp lý. Điều này đòi hỏi TCPH phải có mạng lưới khách hàng, khả năng phân tích và dự đoán thị trường, cũng như kỹ năng xử lý biến động thị trường.

Vai trò đối với NĐT trên thị trường

Việc BLPHCK hỗ trợ NĐT trong việc đánh giá chất lượng thông tin về chứng khoán chào bán từ TCPH đã được thực hiện. TTCK là nguồn thông tin về TCPH và giá chứng khoán của tổ chức này phản ánh thông tin đó. Trong quá trình phát hành chứng khoán cho công chúng, TCPH có thể tận dụng thông tin mà họ sở hữu để thực hiện các hành vi không đúng đắn đối với NĐT. Tóm lại, BLPHCK đã tạo ra cơ hội đầu tư hấp dẫn cho các nhà đầu tư trên thị trường.

Vai trò đối với cơ quan quản lý nhà nước

Nhiệm vụ cơ bản của nhà nước là bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của các tổ chức và cá nhân trong xã hội. Để thực hiện nhiệm vụ này trong lĩnh vực chứng khoán và TTCK, các nhà chính sách đã thành lập Bộ Lao động, Thương binh và Xã hội (BLPHCK) như một bên trung gian, thay thế cho các cơ quan quản lý để đảm bảo chất lượng thông tin về chứng khoán được cung

cấp bởi các tổ chức phát hành chứng khoán, nhằm bảo vệ quyền lợi hợp pháp của các nhà đầu tư trên thị trường. Vai trò quan trọng tiếp của BLPHCK đối với các cơ quan quản lý phát sinh từ mục đích thực hiện nhiệm vụ này. BLPHCK được xem là một công cụ quan trọng mà các nhà hoạch định chính sách sử dụng để tăng cơ hội tiếp cận thị trường vốn dài hạn cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Kinh nghiệm, trình độ, mạng lưới quan hệ và nguồn lực tài chính của BLPHCK giúp các doanh nghiệp tự tin hơn khi chọn phương thức huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Khi các doanh nghiệp có đủ vốn cần, sẽ thúc đẩy sự phát triển sản xuất kinh doanh của họ và cả nền kinh tế. Đồng thời, việc bảo lãnh thành công các đợt phát hành chứng khoán càng tăng cường số lượng và chất lượng hàng hóa được giao dịch trên thị trường chứng khoán, làm tăng sự hấp dẫn của cơ hội đầu tư vào thị trường chứng khoán, thu hút sự tham gia của nhiều nhà đầu tư, giúp thị trường phát triển mạnh mẽ hơn.

1.2 Những vấn đề 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”⁴. Với tư cách là một bộ phận cấu thành của pháp luật điều chỉnh hoạt động KDCK, pháp luật về BLPHCK cũng phải tuân thủ các nguyên tắc pháp lý nhất định, bao gồm:

Tôn trọng quyền tự do kinh doanh

Việc lựa chọn cơ hội kinh doanh để đạt được lợi nhuận tốt nhất cho các chủ thể được phép theo nguyên tắc, nhưng phải tuân theo các quy định của pháp luật chứng khoán. Các tổ chức hoạt động chứng khoán chỉ được thực hiện các hoạt động sau khi được UBCKNN phê duyệt. Để đảm bảo quyền hoạt động của các chủ thể, pháp luật cần quy định rõ ràng về điều kiện, trình tự, thủ tục, cách thức thực hiện và các biện pháp quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK. Các chủ thể đáp ứng đủ điều kiện có quyền được thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán thông qua việc xin cấp giấy phép. Tùy theo nhu cầu và khả năng, TCBL có quyền lựa chọn tự do TCPH để cung cấp dịch vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán và thỏa thuận các điều khoản khác của hợp đồng. Để chia sẻ rủi ro, các TBCL cũng có quyền hợp tác thành lập tổ hợp bảo lãnh để thực hiện BLPHCK.

Tự chịu trách nhiệm về rủi ro

Tổ chức, cá nhân tham gia giao dịch chứng khoán phải chịu trách nhiệm về các quyết định kinh doanh của mình, đặc biệt đối với những rủi ro phát sinh do chứng khoán đã mua không thể phân phối hết. Nguyên tắc này đòi hỏi họ phải có tinh thần trách nhiệm với công ty của mình. Đồng

⁴ PGS.TS Nguyễn Minh Đoan, TS. Nguyễn Văn Nam, (2017), *Giáo trình Lý luận chung về nhà nước và pháp luật*, Đại học Luật Hà Nội, NXB Tư pháp, tr.364.

thời, pháp luật phải đưa ra giới hạn về giá trị chứng khoán đảm bảo trong mối tương quan với khả năng tài chính, tránh tình trạng tổ chức chỉ tìm kiếm lợi nhuận mà không tính đến rủi ro. Nguyên tắc chịu trách nhiệm rủi ro cũng được áp dụng đối với nhà đầu tư tham gia mua chứng khoán phát hành. Nếu nhà đầu tư đã nhận được thông tin đầy đủ và chính xác về vụ việc theo quy định thì phải chịu trách nhiệm về tổn thất nếu giá cổ phiếu giảm. Pháp luật chưa thể quy định rằng các tổ chức khác như ngân hàng, tổ chức phát hành chứng khoán phải chịu trách nhiệm về kết quả đầu tư của nhà đầu tư nếu họ tuân thủ các quy định có liên quan. Đối với tổ chức phát hành chứng khoán, nguyên tắc trách nhiệm rủi ro yêu cầu họ phải chấp nhận rủi ro phát sinh từ đợt chào bán tương ứng với loại hình kinh doanh chứng khoán đã lựa chọn. Nếu công ty không muốn trả phí đăng ký cao và chọn phương thức đăng ký tốt nhất có thể thì công ty sẽ gặp rủi ro là có thể không cung cấp tất cả chứng khoán. Ngược lại, nếu ngân hàng lựa chọn phương thức bảo lãnh thì sẽ tránh được rủi ro này.

Đảm bảo an toàn hệ thống

Giao dịch chứng khoán tiềm ẩn rủi ro cao, không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến tổ chức điều hành mà còn gây bất ổn, ảnh hưởng tiêu cực đến niềm tin của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Để thực hiện nguyên tắc này, pháp luật về kinh doanh chứng khoán phải quy định rõ phạm vi hoạt động, giới hạn giá trị đăng ký, giới hạn đầu tư đối với chứng khoán phát hành và giá trị của từng loại rủi ro. Đồng thời, phải tạo cơ sở pháp lý để các cơ quan chuyên môn thực hiện nhiệm vụ quản lý một cách hiệu quả, nhanh chóng. Các cơ quan chức năng phải được trao toàn quyền để đảm bảo quản lý hiệu quả các hoạt động chống tham nhũng, cũng như các biện pháp được quy định để đảm bảo tuân thủ và có các biện pháp răn đe, trừng phạt đối với người vi phạm.

Bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của NĐT

“Là các NĐT cá nhân đứng trước các đối tượng còn lại trên TTCK trong một vị thế yếu hơn và họ không phải là những nhà kinh doanh chuyên nghiệp. 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”⁵.

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

Pháp luật về BLPHCK điều chỉnh các quan hệ xã hội giữa TCBL, TCPH và cơ quan quản lý. Có hai nhóm quan hệ chính: giữa TCBL và TCPH, và giữa cơ quan quản lý và TCBL. BLPHCK là hoạt động phức tạp và rủi ro cao, ảnh hưởng đến an toàn hệ thống của TCBL và lợi ích của NĐT. Pháp luật cần bảo vệ quyền tự do kinh doanh của TCBL, đảm bảo quản lý của nhà nước và bảo vệ quyền lợi của NĐT trên thị trường.

- Chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK

⁵ Phạm Thị Giang Thu, (2004), *tlđđ*, tr.81.

Quy định về việc ngân hàng thương mại hoặc CTCK thực hiện hoạt động BLPHCK phụ thuộc vào mô hình quản lý của từng quốc gia. Có ba mô hình quản lý chủ thể thực hiện hoạt động BLPHCK bao gồm ngân hàng đa năng toàn phần, ngân hàng đa năng một phần và ngân hàng chuyên doanh. Các quốc gia có các quy định khác nhau về việc ngân hàng thương mại hoặc CTCK được phép thực hiện hoạt động BLPHCK. Hiện nay đang có xu hướng hướng tới mô hình ngân hàng đa chức năng, một phần là để giao dịch cổ phiếu hiệu quả hơn. Ở các quốc gia tuân thủ đầy đủ mô hình ngân hàng phổ thông, như Bắc Âu, Hà Lan và Thụy Sĩ, không có sự phân biệt giữa ngân hàng và giao dịch chứng khoán. TCBL có thể là ngân hàng thương mại hoặc công ty chứng khoán. Các quốc gia theo mô hình đa chức năng một phần như Thái Lan, Hàn Quốc hay Việt Nam cho phép các ngân hàng thương mại tham gia giao dịch chứng khoán thông qua việc thành lập công ty con. Nhưng ở Thái Lan và Hàn Quốc, các ngân hàng có thể trực tiếp phát hành chứng khoán như trái phiếu. Tại Hoa Kỳ và Nhật Bản, một mô hình ngân hàng đặc biệt được sử dụng, trong đó các ngân hàng thương mại chỉ được phép giao dịch trong lĩnh vực ngân hàng và các công ty chứng khoán độc lập được phép giao dịch chứng khoán. Tuy nhiên, hiện nay các nước này đang có xu hướng hướng tới mô hình ngân hàng tổng hợp cho phép các ngân hàng thương mại tham gia kinh doanh chứng khoán. “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”.⁶

- Những phương thức BLPHCK , tổ hợp bảo lãnh và nội dung của nghiệp vụ BLPHCK

Khi xem xét quy định về phương thức phạm tội chứng khoán, phải xem xét từng phương thức tội phạm chứng khoán, bao gồm phương thức trái phiếu trái phiếu, phương thức trái phiếu dự phòng và phương thức trái phiếu tốt nhất có thể. Về quy định về tổ bảo lãnh, cần phải tính đến một số vấn đề liên quan như cơ cấu tổ chức của hiệp hội, quy chế hoạt động của hiệp hội, quyền và nghĩa vụ của từng loại thành viên tham gia hiệp hội. Về quy định về nội dung giao dịch chứng khoán, cần tập trung phân tích, đánh giá các quy định về hành vi được TCBL cho phép trong giao dịch chứng khoán. Chỉ khi làm rõ bản chất của hoạt động kinh doanh tội phạm an ninh, TCBL mới có thể xây dựng quy trình kinh doanh tội phạm bạo lực phù hợp. Hiện nay, phương pháp xác định phổ biến dựa trên vai trò của TCBL trong việc chào bán chứng khoán ra công chúng. Họ thường thuộc nhóm quy định: “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

⁶ 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.

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”.

- Hình thức pháp lý của hoạt động BLPHCK

Thông qua BLPHCK, TCBL và TCPH sẽ ký theo yêu cầu của pháp luật, nêu rõ các thỏa thuận về dịch vụ BLPHCK mà TCBL có thể cung cấp cho TCPH. Thỏa thuận này cũng là cơ sở pháp lý bảo đảm thực hiện nghĩa vụ vi phạm chứng khoán liên quan đến việc hình thành liên danh bảo lãnh. Đồng thời, còn có hai tài liệu bắt buộc mà tổ chức phát hành phải nộp cùng với hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng. Nội dung của hợp đồng BLPHCK và nội dung của hợp đồng BLG được xem xét từ hai góc độ, bao gồm hình thức và nội dung của hợp đồng.

- Giới hạn an toàn trong hoạt động BLPHCK

Để đảm bảo an toàn cho các đối tượng thực hiện hoạt động BLPHCK, việc thực hiện có rất nhiều rủi ro nên việc đặt ra các giới hạn là cần thiết và quan trọng. Luật giao dịch chứng khoán có các quy định về điều kiện thực hiện, sự kiện hạn chế, giới hạn bảo đảm tối đa và giới hạn đầu tư. Các mục tiêu chỉ nhận được tài sản thế chấp lên đến một giá trị cao cấp nhất định, được đảm bảo không vượt quá tỷ lệ sở hữu trên vốn chủ sở hữu tối đa nhất định. Quy định cũng quy định rõ những trường hợp vi phạm chứng khoán không được thực hiện để đảm bảo an toàn cho các bên và ngăn ngừa gian lận, đặc biệt khi có mối quan hệ giữa các bên. Để tăng tính bảo mật, các quy định cũng xác định giá trị rủi ro nằm trong yếu tố bảo mật của đối tượng, duy trì hệ số bảo mật tối thiểu và trong quá trình lựa chọn các hợp đồng tương ứng với mức độ rủi ro của công ty.

- Quản lý nhà nước đối với hoạt động BLPHCK

Công tác quản lý nhà nước về các hoạt động BLPHCK được trình bày theo hai cách. Một là, quy định cơ quan tổ chức quản lý nhà nước về kinh doanh chứng khoán, trong đó tập trung vào vai trò của UBCKNN là cơ quan quản lý chứng khoán. Thứ hai, các biện pháp kiểm soát việc lạm dụng chứng khoán được quy định bằng cơ chế kiểm soát, giám sát và xử lý vi phạm của cơ quan chức năng.

Chương 2: THỰC TRẠNG PHÁP LUẬT VỀ BẢO LÃNH PHÁT HÀNH CHỨNG KHOÁN Ở VIỆT NAM

2.1 Thực trạng pháp luật về đối tượng thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

2.1.1 Một số ưu điểm của quy định về đối tượng thực hiện hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán

Việc chọn mô hình ngân hàng đa năng là phù hợp với thực trạng và mục tiêu phát triển thị trường tài chính Việt Nam.

Thị trường tài chính Việt Nam đang trong giai đoạn xây dựng và phát triển, còn khá non trẻ so với thị trường tài chính thế giới. Thị trường chứng khoán được hình thành do sự can thiệp trực tiếp của nhà nước khi các điều kiện kinh tế, xã hội chưa được đáp ứng. Vì vậy, việc lựa chọn mô hình ngân hàng đa năng là phù hợp với mục tiêu quản trị và phát triển của cơ quan quản lý. Mô hình này đảm bảo an toàn hoạt động của hệ thống tín dụng và tạo điều kiện cho các ngân hàng thương mại tham gia thị trường chứng khoán. Một mặt, đảm bảo an toàn hoạt động của hệ thống tín dụng, mặt khác tạo điều kiện cho các ngân hàng thương mại tham gia thị trường chứng khoán bằng lợi ích về vốn, nhân sự và mạng lưới khách hàng. Những yếu tố này đóng vai trò quan trọng trong việc thực hiện hoạt động bán lẻ phát hành cổ phiếu và trái phiếu. Từ khi thị trường được thành lập cho đến nay, thị phần hoạt động bán lẻ phát hành cổ phiếu và trái phiếu chủ yếu thuộc về các công ty chứng khoán trực thuộc hoặc có sự hỗ trợ từ các ngân hàng thương mại. Về vấn đề này, Luật Chứng khoán Trung Quốc (Điều 83,84) quy định “các biện pháp trừng phạt rất nghiêm khắc và mạnh mẽ. Theo đó, các công ty chứng khoán thực hiện BLPCHK mà không được phép sẽ phải ngừng việc bảo lãnh, tịch thu thu nhập bất hợp pháp và bị phạt tiền từ 1 đến 10 lần số thu nhập bất hợp pháp. Trong trường hợp thu nhập bất hợp pháp dưới 1.000.000 Nhân dân tệ (CNY), mức phạt có thể từ 1.000.000 CNY (tương đương 3,4 tỷ VNĐ) đến 10.000.000 CNY (tương đương 34 tỷ VNĐ), và nếu vi phạm nghiêm trọng có thể bị đình chỉ hoặc thu hồi giấy phép kinh doanh. Ngoài ra, các công ty chứng khoán 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 có thể bị phạt tiền từ 500.000 CNY đến 5.000.000 CNY. Người chịu trách nhiệm trực tiếp của công ty cũng có thể bị phạt tiền từ 200.000 CNY đến 2.000.000 CNY”. Luật pháp Việt Nam có thể tham khảo đến cách luật pháp Trung Quốc điều chỉnh các biện pháp trừng phạt. Chỉ khi mức độ xử phạt tạo ra nỗi sợ hãi cho đối tượng thì tính chất răn đe, trừng phạt mới đáng giá. Ngoài ra, cần nghiên cứu, xây dựng các quy định về tính toán các khoản lãi, lỗ trái pháp luật phát sinh từ những hành động, hoạt động bị cấm của nhà đầu tư, đi kèm với các chế tài xử phạt hành chính và hình sự. Cần tăng cường xử lý hình sự đối với những công ty mà theo Điều 209 Bộ luật Hình sự là đối tượng cố tình tiết lộ thông tin sai sự thật hoặc che giấu thông tin trong hoạt động chứng khoán. Mức phạt cũng phải được quy định theo hướng tỷ lệ thuận với quy mô lãi hoặc lỗ tùy ý của nhà đầu tư. Cũng cần xác định cụ thể những trường hợp nào được áp dụng chế tài “kinh doanh, hoạt động trong lĩnh vực nhất định”. Đồng thời, phải hoàn thiện