MỘT SỐ VẤN ĐỀ PHÁP LÝ CƠ BẢN VỀ TỔ CHỨC VÀ HOẠT ĐỘNG CỦA TỔ CHỨC ĐỊNH MỨC TÍN NHIỆM

Đỗ Minh Tuấn*, Nguyễn Thị Thu Trang**

Định mức tín nhiệm là nghiệp vụ chuyên nghiệp được thực hiện bởi tổ chức định mức tín nhiệm nhằm đánh giá khả năng trả nợ của tổ chức phát hành chứng khoán nợ hoặc rủi ro tín dụng của chứng khoán nợ. Nhà đầu tư dựa vào kết quả định mức tín nhiệm để ra những quyết định về mua, bán hoặc cầm giữ một chứng khoán nợ và do đó phần nào ngăn ngừa được rủi ro tín dụng. Tuy nhiên, trong hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm luôn phát sinh xung đột lợi ích vì nhiều nguyên nhân. Để ngăn ngừa xung đột lợi ích và bảo đảm tính độc lập của tổ chức định mức tín nhiệm, pháp luật về tổ chức và hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm bao gồm những nội dung cơ bản sau: (i) Vị trí pháp lý của tổ chức định mức tín nhiệm (ii) Các quan hệ kinh tế của tổ chức định mức tín nhiệm và nhân viên của tổ chức này bị cấm (iii) Nghĩa vụ công khai, minh bạch thông tin (iv) Qui trình, thủ tục định mức tín nhiệm bảo đảm tính chính xác và độ tin cậy của kết quả định mức tín nhiệm (v) Trách nhiệm dân sự của tổ chức định mức tín nhiệm. Khung pháp lý về tổ chức và hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm ở Việt Nam cũng cần được xây dựng theo những nội dung trên và phù hợp với thực tiễn của Việt Nam.

Từ khoá: định mức tín nhiệm; khả năng trả nợ, rủi ro tín dụng

Ngày 3/2/2012, Thủ tướng Chính phủ ban hành Chỉ thị số 08/CT-TTg về việc thúc đẩy hoạt động và tăng cường quản lý thị trường chứng khoán, theo đó đã chỉ đạo tái cấu trúc thị trường trái phiếu Việt Nam. Một trong những nhiệm vụ quan trọng để tái cấu trúc thị trường trái phiếu Việt Nam là thành lập và cho đi vào hoạt động các tổ chức định mức tín nhiệm (CRA) tại Việt Nam. Tuy nhiên, cho đến nay chúng ta vẫn chưa có một khung pháp lý đầy đủ bảo đảm cho tổ chức và hoạt động của CRA ở Việt Nam. Hiện nay, Việt Nam chưa có bất kỳ một văn bản qui phạm pháp luật nào qui định về tổ chức và hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm. Do vậy việc nghiên cứu toàn diện những vấn đề pháp lý liên quan đến tổ chức và hoạt động của CRA ở Việt Nam là vấn đề mang tính thời sự và cấp thiết trong giai đoạn hiện nay.

1. Định mức tín nhiệm và hệ số định mức tín nhiệm

1.1. Khái niệm định mức tín nhiệm và hệ số định mức tín nhiệm

Theo định nghĩa của Hiệp hội các ủy ban chứng khoán quốc tế (IOSCO) tại Qui tắc cơ bản về hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm, "Định mức tín nhiệm là sự đánh giá được hiển thị bằng hệ thống hệ số định mức tín nhiệm đã được thiết lập và xác định về khả năng thanh toán nợ của một chủ thể, một hợp đồng vay, một chứng khoán nợ hoặc một chứng khoán có tính chất nợ hoặc của người phát hành các nghĩa vụ này". Điều 3(a) của Luật cải cách tổ chức định mức tín nhiệm năm 2006 của Hoa Kỳ cũng có định nghĩa tượng tự: "Định mức tín nhiệm là việc đánh giá về khả năng trả nợ của một người có nghĩa vụ hoặc một chứng khoán cụ thể hoặc một

công cụ thị trường tiền tệ cụ thể." Theo Điều 3.1(a) của Qui chế số 1060/2009 của Nghị Viện và Hội đồng Liên minh Châu Âu về định mức tín nhiệm, "Định mức tín nhiệm là việc đưa ra quan điểm được hiển thị dưới dạng hệ thống các hệ số định mức tín nhiệm đã được thiết lập và xác định về khả năng thanh toán nợ của một chủ thể vay nợ, một khoản nợ hoặc một nghĩa vụ tài chính, chứng khoán nợ, cổ phần ưu đãi hoặc công cụ tài chính khác, hoặc người phát hành các khoản nợ hoặc nghĩa vụ tài chính, chứng khoán nợ, cổ phần ưu đãi hoặc các công cụ tài chính khác."

Các định nghĩa trên cho chúng ta thấy, định mức tín nhiệm là một hoạt động hỗ trợ thị trường, giúp ngăn ngừa và kiểm soát rủi ro thanh toán trên thị trường trái phiếu và các công cụ tài chính cấu trúc (structured financial products). Định mức tín nhiệm bao gồm các hoạt động thu thập, sử dụng, phân tích và xử lý những thông tin trung thực và hợp pháp theo những phương pháp, mô hình, công thức, thuật toán và thủ tục đã được đăng ký và công khai và từ đó xác định và công bố một hệ số định mức tín nhiệm nhất định cho một nhà phát hành chứng khoán nợ hoặc công cụ tài chính cấu trúc hoặc cho chính chứng khoán nợ hoặc công cụ tài chính cấu trúc đó. Kết quả định mức tín nhiệm luôn được thể hiện dưới dạng các hệ số định mức tín nhiệm nhất định.

Hệ số định mức tín nhiệm được định nghĩa bởi Moody's Investors Service (2013) như sau: "Hệ số định mức tín nhiệm được phát hành bởi Moody's investors service inc, hoặc của các công ty liên kết của Moody's là quan điểm hiện hành của Moody's về rủi ro tín dụng liên quan trong tương lai của một bên vay, hợp đồng tín dụng hoặc các chứng khoán nợ hoặc chứng khoán có tính chất nợ. Và hệ số định mức tín nhiệm và các nghiên cứu của Moody's được công bố sẽ bao gồm quan điểm hiện hành của Moody's về rủi ro tín dụng liên quan trong tương lai của một bên vay, hợp đồng tín dụng hoặc các chứng khoán nợ hoặc chứng khoán có tính chất nợ. Moody's định nghĩa rủi ro tín dụng là bên vay có thể không thực hiện nghĩa vụ tài chính trong hợp đồng khi đến hạn và kể cả những dự đoán về những mất mát về tài chính do vi phạm." Standard & Poor (S&P) và Fitch cũng có định nghĩa tương tự như Moody's. Điều 2.9 của Nghị định số 90/2011/NĐ-CP ngày 14/10/2011 của Chính phủ nước CHXHCN Việt Nam về phát hành trái phiếu doanh nghiệp có định nghĩa về hệ số tín nhiệm như sau: "Hệ số tín nhiệm" là hệ số mà các tổ chức đánh giá hệ số tín nhiệm xác định để đánh giá các quốc gia (hệ số tín nhiệm quốc gia) hoặc các doanh nghiệp (hệ số tín nhiệm doanh nghiệp) về mức độ tin cậy, mức độ rủi ro đầu tư và khả năng hoàn trả các khoản vay."

Như vậy, từ các định nghĩa trên, hệ số định mức tín nhiệm được hiểu là đánh giá hiện thời của CRA được thể hiện dưới dạng một hệ số nhất định về khả năng thanh toán nợ của nhà phát hành công cụ nợ hoặc công cụ nợ. Hệ thống các hệ số định mức tín nhiệm được thể hiện dưới dạng hệ thống các ký tự từ AAA đến C hoặc D. Moody's công bố trên web-site và các phương tiện thông tin đại chúng về các ký hiệu xếp hạng chính gồm các ký tự A, B, C được xếp hạng lần lượt từ Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C. Nghĩa vụ được xếp hạng "Aaa" được dự đoán là có chất lượng cao nhất, với mức độ rủi ro tín dụng tối thiểu. Nghĩa vụ được xếp hạng "B" được dự đoán là mức đầu cơ và có độ rủi ro cao. Mức "Ca" là mức đầu cơ cao, có khả năng hoặc gần như vỡ nợ. Mức "C" là mức thấp nhất, thường xuyên vỡ nợ, rất ít khả năng thu hồi được nợ gốc và lãi. S&P sử dụng hệ thống bốn chữ cái A,B,C,D. Thứ tự xếp hạng lần lượt như sau: AAA, AA, A, BBB, BBB-, BB+, BB, B, CCC, CC, C, D. Trong đó, (AAA) là hạng cao nhất, đánh giá khả năng hoàn thành nghĩa vụ tài chính đặc biệt tốt. (AA) đánh giá khả năng hoàn thành nghĩa vụ tài chính rất tốt. "BB" dự đoán khả năng bị tổn thương trong kỳ sau thấp nhưng đối mặt với những bất lợi về điều kiện kinh doanh, tài chính, kinh tế không rõ ràng. "D" là mức vỡ nợ. Fitch chia các chỉ số xếp hạng từ AAA đến BBB là mức đầu tư còn từ BB đến D được gọi là mức đầu cơ. Mức đầu tư chỉ ra rằng mức rủi ro tín dụng từ thấp đến trung bình. Còn mức đầu cơ chỉ ra rằng rủi ro tín dụng cao hoặc đã xảy ra tình trạng vỡ nợ.

1.2. Vai trò của định mức tín nhiệm

Định mức tín nhiệm có vai trò rất quan trọng trong thị trường trái phiếu. Đối với nhà đầu tư, trên cơ sở kết quả định mức tín nhiệm, họ đưa ra được những phán đoán về khả năng thanh toán của người phát hành chứng khoán nợ hoặc về rủi ro tín dụng của một chứng khoán nợ mà họ dự định đầu tư. Thực tế chứng minh việc tham khảo hệ số định mức tín nhiệm đối với một nhà phát hành hoặc một chứng khoán nợ, giúp cho nhà đầu tư tiết kiệm được chi phí để thẩm định khả năng trả nợ từ những nguồn thông tin khác.

Xác định được hệ số định mức tín nhiệm còn giúp nhà phát hành xác định được mức lãi suất vay hợp lý, vừa phản ánh được mức độ rủi ro, vừa đảm bảo khả năng thanh toán nợ của nhà phát hành. Hệ số định mức tín nhiệm càng cao thì tỷ lệ lãi suất càng giảm. Điều đó có nghĩa là, nếu một người phát hành trái phiếu có hệ số định mức tín nhiệm càng cao thì không những thu hút được nhiều nhà đầu tư mà họ còn huy động được nguồn vốn vay lớn với lãi suất thấp. Nó còn giúp cho nhà phát hành đa dạng hóa được nguồn vay với chi phí vốn thấp. Ngược lại, đối với nhà phát hành có hệ số định mức tín nhiệm thấp thì tỷ lệ lãi suất vay phải cao tương ứng hoặc họ sẽ không bán được trái phiếu.

Luật của liên bang và một số bang của Hoa Kỳ hạn chế một số nhà đầu tư như quĩ hưu trí, công ty bảo hiểm, và ngân hàng thương mại nắm giữ các trái phiếu được định mức tín nhiệm dưới mức đầu tư. Điều 28(d) và (e) của Luật bảo hiểm tiền gửi liên bang Hoa Kỳ qui định: các quỹ tiết kiệm không được trực tiếp hoặc thông qua các công ty con mua hoặc nắm giữ các trái phiếu doanh nghiệp dưới mức đầu tư. Theo KOFIA (2012, tr.82), pháp luật Hàn Quốc bắt buộc trái phiếu doanh nghiệp khi phát hành phải được định mức tín nhiệm bởi ít nhất hai CRA Một số thị trường trái phiếu, như như thị trường trái phiếu Samurai thì điều kiện đã được định mức tín nhiệm là điều kiện tiên quyết để trái phiếu được niêm yết. Với những qui định hoặc yêu cầu này, bắt buộc tổ chức phát hành công cụ nợ phải được định mức tín nhiệm trước khi phát hành các công cụ này ra thị trường.

2. Vị trí pháp lý của tổ chức định mức tín nhiệm

Hoạt động định mức tín nhiệm được thực hiện bởi một thiết chế chuyên nghiệp, gọi là tổ chức định mức tín nhiệm (CRA). Theo pháp luật của các nước thì tổ chức định mức tín nhiệm là tổ chức có tư cách pháp nhân thực hiện nghiệp vụ định mức tín nhiệm. Tổ chức định mức tín nhiệm phải được đăng ký với cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán hoặc cơ quan tương đương. Theo Điều 4 Luật cải cách tổ chức định mức tín nhiệm của Hoa Kỳ, tổ chức định mức tín nhiệm phải đăng ký hoạt động với Ủy ban chứng khoán và giao dịch. Trong quá trình hoạt động CRA chịu sự quản lý, giám sát, thanh tra và xử lý vi phạm bởi cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán. Điều này là phù hợp vì thực chất các công cụ nợ mà các CRA định mức tín nhiệm đều là các chứng khoán nợ thuộc thẩm quyền quản lý của cơ quản lý nhà nước về chứng khoán. CRA là một trong những thiết chế được lập ra để góp phần ngăn ngừa rủi ro cho nhà đầu tư chứng khoán. Do đó, việc qui định CRA chịu sự quản lý nhà nước bởi cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán bảo đảm tính thống nhất về quản lý đối với thị trường chứng khoán.

Các cổ đông hoặc thành viên của CRA có thể là một hoặc một số CRA, ngân hàng thương mại, tổ chức tài chính, các công ty chứng khoán, doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực khác nhau và các cá nhân. Nếu cần thiết, CRA có thể do nhà nước nắm giữ một phần vốn nhất định. Thái Lan không cho phép một tổ chức tư nhân nắm giữ quá 5% cổ phần hoặc tổng vốn góp của CRA. Quy định này của Thái Lan giúp cho CRA tránh được sự ảnh hưởng của bất kỳ chủ thể nào vào hoạt động của nó.

Về cấu trúc quản trị của CRA, bắt buộc phải có ban kiểm soát hoặc cơ quan tương đương nhằm bảo đảm việc giám sát việc tuân thủ pháp luật, điều lệ, qui chế của CRA. Ban kiểm soát có quyền kiểm tra, giám sát hoạt động định mức tín nhiệm theo từng vụ việc. Thành viên ban kiểm soát không được tham gia trực tiếp vào hoạt động định mức tín nhiệm. Trong thành phần của ban kiểm soát, bắt buộc phải có một số lượng tối thiểu thành viên độc lập, tức là những thành viên không tham gia trực tiếp vào hoạt động định mức tín nhiệm. Theo qui định tại Phụ lục I Qui chế 1060/2009 của Nghị viện và Hội đồng Liên minh Châu Âu về định mức tín nhiệm, tỷ lệ tối thiểu là 1/3 thành viên độc lập.

3. Vấn đề xung đột lợi ích trong hoạt động định mức tín nhiệm

Xung đột lợi ích trước hết phát sinh từ mâu thuẫn giữa tiêu chuẩn về chất lượng với lợi nhuận. Hiện nay phần lớn các CRA có nguồn thu do tổ chức phát hành chi trả. Do vậy, vấn đề đặt ra là kết quả định mức tín nhiệm sẽ phải tuân theo tiêu chuẩn về chất lượng hay là theo doanh số mà CRA có được từ các tổ chức phát hành. "Điều tra của tiểu ban cho thấy những nhân tố chính gây ra thực trạng hệ số định mức tín nhiệm không chính xác được công bố bởi Moody's và S&P. Một nguyên nhân chính là xung đột lợi ích gắn liền và phát sinh từ mô hình thanh toán cho định mức tín nhiệm. CRA được thanh toán bởi các công ty Wall Street cần được định mức tín nhiệm và được lợi từ các công cụ tài chính được xếp

hạng. Các công ty định mức tín nhiệm phụ thuộc vào các công việc mà các công ty Wall Street mang lại cho họ và họ luôn nhậy cảm với những đe dọa từ việc những công ty này sẽ mang việc cho công ty khác làm nếu họ không đưa ra được kết quả định mức tín nhiệm như họ muốn. Tiêu chuẩn định mức tín nhiệm sẽ bị coi nhẹ vì mỗi CRA phải cạnh tranh để cung cấp được một hệ số định mức tín nhiệm tốt nhất để có được công việc và có thị phần lớn hơn." (United States Senate – Permanent Subcommittee on investigations – Committee on Homeland security and governmental affairs 2011, tr.244). Thực tế cũng đã chứng minh có hiện tượng một số CRA đã làm sai nguyên tắc "trung thực, khách quan" khi đưa ra kết quả định mức tín nhiệm. "Theo chứng cứ thu thập được bởi tiểu ban thì các CRA biết những vấn đề liên quan đến thị trường thế chấp bao gồm tăng giá nhà bất thường, rủi ro của các khoản vay được phát hành, tiêu chuẩn cho vay lỏng lẻo, và những lừa đảo về thế chấp không thể kiểm soát được. Thay vì sử dụng những thông tin này để hạ bậc hệ số định mức tín nhiệm thì họ lại tiếp tục cho các chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp này hệ số định mức tín nhiệm cao ở mức đầu tư" (United States Senate – Permanent Subcommittee on investigations – Committee on Homeland security and governmental affairs 2011, tr.244). Thực tế này cũng xuất phát từ nhu cầu của nhà phát hành. "Những người tham gia vào lĩnh vực chứng khoán hóa nhận ra rằng họ cần bảo đảm một hệ số định mức tín nhiệm hấp dẫn để có thể bán được sản phẩm được cấu trúc cho nhà đầu tư. Ngân hàng đầu tư sẽ chi trả những khoản phí thông minh cho CRA để có được một hệ số tín nhiệm mong muốn." (Financial crisis report inquiry commission of the United States of Americas 2011, tr.44).

Ngoài ra, xung đột lợi ích còn phát sinh từ các mối quan hệ kinh tế ràng buộc giữa các bên liên quan, dẫn đến họ không thể vô tư, khách quan khi thực hiện công việc định mức tín nhiệm. Ví dụ, CRA vừa định mức tín nhiệm vừa tư vấn phát hành trái phiếu cho doanh nghiệp được định mức tín nhiệm, thì rất có thể kết quả định mức tín nhiệm sẽ bị ảnh hưởng bởi hoạt động tư vấn. Một chuyên gia vừa là nhân viên phân tích của CRA vừa là cổ đông của một doanh nghiệp được định mức tín nhiệm, thì khó bảo đảm sự khách quan và trung thực của kết quả định mức tín nhiệm.

Nhận thức được yếu tố rủi ro đối với nhà đầu tư luôn có mối quan hệ mật thiết với vấn đề xung đột lợi ích phát sinh từ hoạt động của tổ chức định mức tín nhiệm, các nhà làm luật ở các nước trên thế giới đều có ban hành ra các văn bản qui phạm pháp luật qui định rất chặt chẽ nhằm ngăn ngừa và kiểm soát xung đột lợi ích. Các qui định của pháp luật về ngăn ngừa và kiểm soát xung đột lợi ích được thể hiện ở các nội dung sau:

3.1. Bảo đảm tính độc lập và khách quan trong hoạt động của CRA

Pháp luật bảo đảm CRA không bị ảnh hưởng bởi bất kỳ bên nào vào hoạt động định mức tín nhiệm. Kết quả định mức tín nhiệm chỉ phụ thuộc vào thông tin, phương pháp, mô hình liên quan đến định mức tín nhiệm. Như vậy, ngoại trừ quan hệ hợp đồng thuê định mức tín nhiệm, pháp luật ngăn ngừa những mối quan hệ kinh tế giữa CRA hoặc người có liên quan của tổ chức này với bên được định mức tín nhiệm hoặc người có liên quan của bên này. Do vậy trong cơ cấu sở hữu và cơ cấu tổ chức và quản lý CRA phải bảo đảm được nguyên tắc độc lập này. Ngoài ra trong trường hợp đối tượng định mức tín nhiệm là các cộng cụ tài chính cấu trúc thì pháp luật cũng cần ngăn ngừa những quan hệ giữa CRA với người khởi tạo, người thu xếp và nhà phát hành.

CRA cần phải đăng ký với cơ quan quản lý nhà nước về chứng khoán bảng phí định mức tín nhiệm. Trong mọi trường hợp thay đổi về phí đều phải đăng ký với cơ quan quản lý nhà nước. Phí định mức tín nhiệm không được phụ thuộc vào kết quả định mức tín nhiệm đạt được. Cơ quan quản lý nhà nước có quyền từ chối đăng ký bảng phí nếu có căn cứ cho rằng việc xác định phí theo bảng phí sẽ ảnh hưởng đến việc định mức tín nhiệm và kết quả định mức tín nhiệm. CRA không được thu thêm bất kỳ khoản phí nào, ngoài các khoản phí đã được đăng ký với cơ quan quản lý nhà nước. Chính sách lương, thưởng áp dụng cho nhân viên phân tích và những người soát xét không phụ thuộc vào doanh thu đạt được từ hoạt động định mức tín nhiệm.

CRA và nhân viên của tổ chức này không được tham gia vào hoạt động mua bán, môi giới bất kỳ chứng khoán, công cụ tài chính cấu trúc, công cụ phái sinh nào có nguy cơ gây ra xung đột lợi ích. Những người quản lý, nhân viên phân tích và nhân viên khác trực tiếp tham gia vào hoạt động định mức tín nhiệm của CRA (gọi chung là "nhân viên của CRA") phải cam kết không mua, bán, chuyển

nhượng hoặc tham gia bất kỳ giao dịch nào liên quan đến công cụ tài chính được phát hành, bảo đảm hoặc hỗ trợ bởi bất kỳ bên nào được định mức tín nhiệm bởi CRA trừ trường hợp sở hữu cổ phần/vốn góp trong các quĩ đầu tư.

3.2. Bảo đảm công khai, minh bạch

Công khai những thông tin liên quan đến những xung đột lợi ích và những thông tin khác liên quan đến tổ chức và hoạt động của CRA lên các phương tiện thông tin đại chúng là rất cần thiết. Bởi lẽ: (1) Công khai giúp chính CRA có trách nhiệm hơn với công chúng trong việc tự kiểm soát xung đột lợi ích và gian lận; (2) Công khai giúp cơ quan quản lý nhà nước bám sát và có được những phương án kịp thời nhằm ngăn ngừa, kiểm soát và xử lý các sự kiện xung đột lợi ích và gian lận; và (3) Công khai giúp nhà đầu tư luôn được cập nhật đầy đủ thông tin và cẩn trọng hơn trong việc sử dụng kết quả định mức tín nhiệm và (4) Công khai cũng giúp cho cơ chế tự giám sát nhau giữa các CRA được thực hiện một cách hiệu quả và lành mạnh.

Công khai thể hiện ở hai nghĩa vụ cơ bản của CRA. Thứ nhất là nghĩa vụ công khai ra công chúng một số thông tin nhất định. Ví dụ, theo qui định của EU thì CRA phải công khai những thông tin sau đây: (1) Danh sách những khách hàng lớn có đóng góp từ 5% doanh số của năm trước liền kề; (2) Hệ thống hệ số định mức tín nhiệm, phương pháp, qui trình, mô hình, thuật toán, công thức được sử dụng để định mức tín nhiệm phải được công khai. (3) Thủ tục, qui trình định mức tín nhiệm; (4) Kết quả định mức tín nhiệm kèm theo là bản báo cáo trong đó ghi rõ các cơ sở chính để đưa ra kết quả định mức tín nhiệm; (5) Mọi thông tin về giải quyết khiếu nại về hệ số định mức tín nhiệm, sửa đổi, cập nhật hệ số định mức tín nhiệm; và (6) Xung đột lợi ích mà có thể ảnh hưởng đến kết quả định mức tín nhiệm. Đồng thời, tổ chức này cũng phải công khai phương án ngăn ngừa, kiểm soát những ảnh hưởng của những xung đột lợi ích đối với hoạt động định mức tín nhiệm và kết quả định mức tín nhiệm. Thứ hai là nghĩa vụ báo cáo với cơ quan quản lý nhà nước. Pháp luật qui định một số thông tin buộc phải công khai ra công chúng. Tuy nhiên, một số thông tin CRA không phải công khai. Nhưng để có thể kiểm soát chặt chẽ hoạt động của CRA, CRA có nghĩa vụ báo cáo cơ quan quản lý nhà nước về những thông tin sau đây: (1) Cơ cấu, tổ chức của CRA, danh sách cổ đông/thành viên của CRA; (2) Điều lệ, Quy chế quản trị nội bộ, Quy chế tổ chức và hoạt động; nội quy và các qui chế khác; (3) Thông tin chi tiết về nhân sự, vị trí của các nhân sự trong CRA; (4) Thông tin chi tiết của từng vụ việc định mức tín nhiệm; (5) Báo cáo tài chính của CRA; (6) Báo cáo kiểm soát nội bộ hàng năm của ban kiểm soát; và (7) Báo cáo tình hình hoạt động hàng năm của CRA. Tùy theo tính chất của mỗi thông tin mà CRA phải báo cáo định kỳ, theo vụ việc hoặc khi có sự thay đổi.

3.3. Quy trình, thủ tục định mức tín nhiệm

Để bảo đảm hệ số định mức tín nhiệm có tính độc lập, khách quan, chính xác và trung thực, đòi hỏi hoạt động xếp hạng tín dụng phải tuân theo một qui trình, thủ tục nghiêm ngặt.

Thủ tục phải bảo đảm định mức tín nhiệm được thực hiện theo một qui trình hợp lý, khoa học, dễ dàng kiểm soát, phát hiện và xử lý sai sót. Hoạt động định mức tín nhiệm được thực hiện bởi một tổ phân tích gồm ít nhất 03 người. Kết quả định mức tín nhiệm phải được soát xét cẩn trọng và phải được phê chuẩn bởi người phụ trách cao nhất về định mức tín nhiệm trong CRA trước khi được công bố. Đồng thời trước khi được công bố, kết quả định mức tín nhiệm và báo cáo kèm theo phải được gửi sang ban kiểm soát hoặc cơ quan tương đương. Nếu phát hiện ra sai sót, ban kiểm soát có quyền yêu cầu tổ phân tích sửa lại.

Thủ tục cũng phải bảo đảm bên liên quan có quyền xem và khiếu nại kết quả định mức tín nhiệm trước khi được công bố trên phương tiện thông tin đại chúng. CRA chỉ sửa lại kết quả định mức tín nhiệm theo khiếu nại nếu khiếu nại có căn cứ. Trong trường hợp xét thấy khiếu nại không có căn cứ thì kết quả định mức tín nhiệm được giữ nguyên và được công bố trên phương tiện thông tin đại chúng. Nếu không đồng ý với kết quả định mức tín nhiệm thì bên được định mức tín nhiệm hoặc bên có liên quan của bên này có quyền khiếu nại lên cơ quan quản lý nhà nước để xem xét lại kết quả định mức tín nhiệm theo thủ tục hành chính.

Kết quả định mức tín nhiệm phải được CRA (cụ thể là ban kiểm soát) kiểm tra lại thường xuyên để bảo đảm tính chính xác và cập nhật. Sau khi công bố kết quả định mức tín nhiệm, nếu phát hiện ra sai sót hoặc có được những thông tin mới có thể làm thay đổi kết quả định mức tín nhiệm, CRA phải tiến hành định mức tín nhiệm lại và công bố kết quả mới trên

phương tiện thông tin đại chúng.

Trong quá trình định mức tín nhiệm, CRA phải thu thập thông tin từ các nguồn thông tin chính thức, hợp pháp và nỗ lực để có được đầy đủ thông tin phục vụ cho việc định mức tín nhiệm. Trong trường hợp vì nguyên nhân khách quan mà thông tin không thể được thu thập đầy đủ, nếu vẫn tiếp tục đưa ra hệ số định mức tín nhiệm cho một đối tượng nào đó thì CRA phải công khai về những thông tin còn thiếu đó và nguyên nhân trong báo cáo kết quả định mức tín nhiệm.

4. Giá trị pháp lý của hệ số định mức tín nhiệm và trách nhiệm dân sự của tổ chức định mức tín nhiệm

Trước thời kỳ hậu khủng hoảng tài chính năm 2007-2008, hệ số định mức tín nhiệm chỉ phản ánh quan điểm về khả năng thanh toán nợ của một người vay hoặc của một loại chứng khoán nợ. Điều này có nghĩa là, hệ số định mức tín nhiệm chỉ có giá trị tham khảo, nhà đầu tư dựa vào đó để đánh giá khả năng trả nợ của người đi vay để từ đó quyết định đầu tư. Hệ số định mức tín nhiệm không được coi là một gợi ý hoặc một lời tư vấn hay là một đề xuất về việc mua, bán hay cầm giữ một loại chứng khoán nhất định. Quan điểm này được thể hiện rất rõ trong các báo cáo của các CRA. "Cuối cùng, thực tế định mức tín nhiệm không được coi là tư vấn đầu tư theo tinh thần của Chỉ thị về giao dịch nội gián và thao túng thị trường (lạm dụng thị trường) (gọi tắt là MAD) hoặc Chỉ thị về Thị trường công cụ tài chính (gọi tắt là MiFID) là cơ sở để kết luận rằng hệ số định mức tín nhiệm chỉ đơn thuần là quan điểm." (Dan Prentice và Arad Reisberg, 2011, tr.173).

Các CRA luôn luôn có những thông báo miễn trừ trách nhiệm của mình. Moody's Investors Service (2013) thể hiện rõ quan điểm của mình như sau: "Hệ số định mức tín nhiệm không dự đoán các rủi ro khác bao gồm nhưng không giới hạn rủi ro thanh khoản, rủi ro giá trị thị trường, hoặc rủi ro biến động giá. Hệ số định mức tín nhiệm và quan điểm của Moody's trong các công bố của Moody's không phải là báo cáo của Moody's về tình hình thực tại hoặc lịch sử. Hệ số định mức tín nhiệm và các công bố của Moody's không tạo thành hoặc cung cấp một tư vấn đầu tư hoặc tài chính, và hệ số định mức tín nhiệm và công bố của Moody's không cung cấp bất kỳ một đề xuất nào về việc mua, bán hoặc nắm giữ. Hệ số định mức tín nhiệm hoặc các công bố của Moody's không phải là những đánh giá sự phù hợp của hoạt động đầu tư của bất kỳ nhà đầu tư nào." S&P và Fitch cũng có công bố miễn trừ trách nhiệm tương tự. Với cách diễn giải như vậy, các CRA tự loại trừ trách nhiệm của họ đối với những hệ số định mức tín nhiệm mà họ công bố.

Như vậy, quan điểm truyền thống cho rằng CRA không chịu trách nhiệm pháp lý cho những hệ số định mức tín nhiệm sai sót. Các CRA ở Mỹ dựa vào nguyên tắc về tự do ngôn luận được qui định tại Bản tu chính thứ nhất [1791] của Hiến pháp của Hợp chủng quốc Hoa Kỳ để được miễn trừ trách nhiệm đối với kết quả định mức tín nhiệm mà họ đưa ra. Theo đó, kết quả định mức tín nhiệm chỉ là quan điểm, vì vậy, họ được miễn trách nhiệm pháp lý. Thực tiễn cho thấy trong một thời gian dài ở Mỹ các nhà đầu tư riêng lẻ rất khó có khả năng buộc CRA chịu trách nhiệm cho những hệ số định mức tín nhiệm sai hoặc các vi phạm khác thông qua tố tụng dân sự. Tuy nhiên, thực tế này không làm giảm sự lệ thuộc của nhà đầu tư vào hệ số định mức tín nhiệm. Nhà đầu tư khi nhìn vào kết quả định mức tín nhiệm của một người đi vay thì sẽ nhận thấy được quan điểm của CRA về khả năng trả nợ của người đi vay này. Trong giai đoạn từ năm 2004-2007, S&P và Moody's đã định mức tín nhiệm hầu hết các chứng khoán được bảo đảm bằng nhà ở thế chấp (RMBS) và trái vụ được bảo đảm bằng khoản nợ (CDO) phát hành trên thị trường Mỹ ở mức đầu tư và cao hơn, mặc dù các chứng khoán này được hình thành từ các tài sản cơ sở là các khoản vay dưới chuẩn hoặc có độ rủi ro cao. Dựa vào các hệ số định mức tín nhiệm này, các nhà đầu tư đã đầu tư vào các chứng khoán độc hại này. Cho đến khi bong bóng bất động sản bị vỡ, thị trường vay thế chấp bị vỡ nợ dẫn đến đầu tháng 7 năm 2007, Moody's và S&P đã hạ bậc định mức tín nhiệm của hàng trăm, rồi hàng ngàn RMBS và CDO. Hậu quả là các chứng khoán này bị mất giá và không bán được. Kết quả là thị trường RMBS và CDO thứ cấp gần như bị sụp đổ. Trong cuộc khủng hoảng tài chính này, nhiều nhà đầu tư bị thiệt hại nghiêm trọng. Vì vậy, trách nhiệm pháp lý của CRA đã được đặt ra.

Trách nhiệm pháp lý của CRA đối với tổ chức phát hành và nhà đầu tư là trách nhiệm dân sự. Trong mối quan hệ giữa CRA và tổ chức phát hành thì rõ ràng CRA và tổ chức phát hành xác lập một hợp đồng. Vì vậy, trách nhiệm của CRA đối với tổ chức phát hành là trách nhiệm hợp đồng. Tuy nhiên,

xác định trách nhiệm dân sự của CRA đối với nhà đầu tư quả thực không phải là điều dễ dàng. Nếu cho rằng tổ chức phát hành giao kết với CRA một hợp đồng vì lợi ích của người thứ ba chính là nhà đầu tư, thì một vấn đề đặt ra là lợi ích của người thứ ba là gì. Phải chăng lợi ích của người thứ ba là sử dụng kết quả định mức tín nhiệm để ra quyết định đầu tư. Tuy nhiên, cần phải xem xét liệu trong hợp đồng giữa tổ chức phát hành và CRA có thể hiện rõ ý chí của hai bên là định mức tín nhiệm tổ chức phát hành hoặc chứng khoán nợ do tổ chức này phát hành để nhà đầu tư sử dụng không. Nếu không thể hiện rõ ý chí này, việc chứng minh đây là hợp đồng vì lợi ích của người thứ ba không thực sự dễ dàng. Hơn nữa, bản thân tổ chức phát hành cũng sử dụng hệ số định mức tín nhiệm để phát hành chứng khoán nợ. Tuy nhiên, lợi ích của nhà đầu tư và tổ chức phát hành không đồng nhất. Trong khi tổ chức phát hành luôn mong muốn một bậc tín nhiệm cao để giá bán cao và lãi suất vay thấp thì nhà đầu tư lại muốn một bậc tín nhiệm thấp với hy vọng giá mua thấp và lãi suất cao. Như vậy, việc truy cứu trách nhiệm dân sự của CRA đối với nhà đầu tư trên cơ sở hợp đồng vì lợi ích thứ ba không thực sự có cơ sở pháp lý vững chắc. Do đó, trách nhiệm dân sự ngoài hợp đồng cần phải được xem xét để xác định trách nhiệm pháp lý của CRA. Điều 826 Bộ Luật dân sự của Đức có qui định "Người vi phạm trật tự công cộng, cố ý gây thiệt hại cho người khác thì phải bồi thường thiệt hại cho người bị thiệt hại". Bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư là một nguyên tắc cơ bản của luật chứng khoán của các quốc gia. Như vậy, có thể coi hành vi cố ý xâm hại lợi ích của nhà đầu tư là hành vi trái trật tự công cộng và nếu hành vi này gây thiệt hại cho nhà đầu tư thì người gây thiệt hại phải chịu trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng. Do đó, có thể xem xét truy cứu trách nhiệm của CRA theo cơ chế trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng. Đây là giải pháp mà các luật gia Đức đưa ra tương tự với trường hợp áp dụng cho những hoạt động chuyên nghiệp như luật sư, kiểm toán viên.

Sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2007-2008, Hoa Kỳ đã ban hành Luật cải tổ phố Wall và bảo vệ người tiêu dùng Dodd-Frank (gọi tắt là đạo luật Dodd-Frank) vào năm 2010. Theo Điều 933 đạo luật Dodd-Frank, CRA phải chịu trách nhiệm bồi thường thiệt hại cho nhà đầu tư nếu không thực hiện điều tra hợp lý thông tin thực tế hoặc không tiếp nhận những thông tin thực tế này từ nguồn độc lập khác với lỗi cố ý hoặc vô ý do cẩu thả. Châu Âu cũng có tiếp cận tương tự khi buộc CRA phải chịu trách nhiệm bồi thường thiệt hại cho tổ chức phát hành hoặc nhà đầu tư nếu có hành vi vi phạm Qui chế về định mức tín nhiệm của Nghị viện và Hội đồng Châu Âu về định mức tín nhiệm với lỗi cố ý hoặc vô ý do cẩu thả, làm ảnh hưởng đến kết quả định mức tín nhiệm. Nhà đầu tư phải chứng minh là người này đã tin tưởng một cách hợp lý, sau khi suy xét một cách cẩn trọng, vào hệ số định mức tín nhiệm để quyết định đầu tư, nắm giữ hoặc định đoạt công cụ tài chính được định mức tín nhiệm bởi CRA (Điều 35a(1) Qui chế số 462/2013 của Nghị viện và Hội đồng Liên minh Châu Âu ngày 21/5/2013 sửa đổi, bổ sung Qui chế số 1060/2009 về định mức tín nhiệm). Như vậy, cả Mỹ và EU đều tiếp cận trách nhiệm dân sự của CRA đối với nhà đầu tư là trách nhiệm dân sự ngoài hợp đồng.

Thực tiễn xét xử đã chính thức thừa nhận trách nhiệm dân sự của CRA bằng bản án sơ thẩm được tuyên bởi Tòa án Liên bang Australia trong vụ Bathurst Regional Council v. Local Government Financial Services Pty Ltd (No. 5) [2012] FCA 1200 ngày 5/11/2012. Theo vụ này, năm 2006, một nhóm nguyên đơn gồm 12 hội đồng địa phương ở Australia đã đầu tư vào một loại chứng khoán nợ gọi là CPDO được cấu trúc bởi ABN Amro Bank N.V. ("ABN Amro") và được S&P định mức tín nhiệm AAA. Sau đó, các nhà đầu tư đã phải gánh chịu một khoản lỗ rất lớn vì trên thực tế chứng khoán này chất lượng kém. S&P sử dụng nguyên tắc tự do ngôn luận để cho rằng hệ số định mức tín nhiệm do họ đưa ra chỉ là quan điểm (statement of opinion). Tuy nhiên, lập luận của S&P bị thẩm phán Jayne Jagot phủ nhận. Thẩm phán Jagot nhận định CRA có nghĩa vụ cẩn trọng hợp lý đối với những nhà đầu tư là những người "dễ bị tổn thương" vì họ không có khả năng đánh giá khả năng trả nợ của các chứng khoán hoặc đặt vấn đề về độ tin cậy của kết quả định mức tín nhiệm do CRA phát hành. Bà khẳng định S&P vi phạm nghĩa vụ này, vì công việc đánh giá của họ có khiếm khuyết, không hợp lý và phi logic... Họ đưa ra kết quả định mức tín nhiệm mà bất kỳ một CRA nào thực hiện một cách cẩn trọng hợp lý và có kỹ năng sẽ không định mức CPDOs như S&P đã thực hiện. Vì lẽ đó, tòa án đã buộc S&P phải bồi thường thiệt hại cho các nhà đầu tư vì hệ số định mức tín nhiệm gian dối, gây nhầm lẫn. Đây là bản

án đầu tiên trên thế giới buộc một CRA chịu trách nhiệm dân sự đối với kết quả định mức tín nhiệm có sai sót.

Mặc dù, việc truy cứu trách nhiệm dân sự của CRA trong thực tiễn là công việc vô cùng khó khăn. Nhưng rõ ràng, pháp luật các nước đã bắt đầu thừa nhận trách nhiệm dân sự của CRA đối với những thiệt hại mà nhà đầu tư và tổ chức phát hành phải gánh chịu do sai sót của kết quả định mức tín nhiệm.

5. Kết luận và một số khuyến nghị đối với Việt Nam

Xây dựng khung pháp lý cho tổ chức và hoạt động của CRA ở Việt Nam là một trong công việc quan trọng nhằm thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu Việt Nam. Tuy nhiên, thực tiễn xây dựng và áp dụng pháp luật về tổ chức và hoạt động của CRA trên thế giới cho thấy đây là lĩnh vực phức tạp và nhạy cảm. Vì vậy, Việt Nam cần có những nghiên cứu thận trọng, đúc rút kinh nghiệm quí báu của quốc tế, trên cơ sở thực tiễn của Việt Nam nhằm xây dựng khung pháp lý hiệu quả điều chỉnh các quan hệ xã hội phát sinh trong tổ chức và hoạt động của các CRA. Từ những vấn đề lý luận đã được trình bày ở trên, có thể thấy khi xây dựng khung pháp lý cho tổ chức và hoạt động của các CRA ở Việt Nam, các nhà làm luật Việt Nam cần giải quyết những nội dung lớn như sau:

Thứ nhất, cần xác định vị trí pháp lý của CRA: Trong đó cần xác định CRA là một doanh nghiệp có tư cách pháp nhân hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán. Vì vậy CRA sẽ được thành lập, quản lý và giải thể bởi Ủy ban chứng khoán nhà nước. Vì hoạt động của CRA luôn hàm chứa nhiều yếu tố rủi ro nên cơ cấu sở hữu và cơ cấu quản trị của CRA có những nét đặc thù so với các doanh nghiệp khác. CRA nên tồn tại dưới hình thức công ty cổ phần hoặc công ty trách nhiệm hữu hạn hai thành viên trở lên. Bởi vì đây là hai loại hình doanh nghiệp có tư cách pháp nhân. Với hai loại hình doanh nghiệp này, cổ đông hoặc thành viên công ty độc lập với công ty nên ngăn ngừa được hiện tượng các cổ đông hoặc thành viên là những cá nhân, tổ chức thuộc khu vực tư nhân, có thể vì lợi ích riêng, có những ảnh hưởng hoặc tác động tiêu cực đến hoạt động của CRA làm mất tính độc lập trong hoạt động của CRA. Việt Nam có thể học tập kinh nghiệp Thái Lan bằng cách qui định cổ đông hoặc thành viên là cá nhân, tổ chức thuộc lĩnh vực tư nhân chỉ được nắm giữ không quá 5% tổng số cổ phần có quyền biểu quyết hoặc vốn điều lệ trong công ty. Bước đầu, trong cơ cấu sở hữu của CRA, nhà nước cần nắm giữ ít nhất 50% cổ phần có quyền biểu quyết hoặc vốn điều lệ nhằm bảo đảm sự kiểm soát trực tiếp của nhà nước đối với hoạt động của CRA, bảo đảm CRA hoạt động theo đúng định hướng. Nếu chấp nhận CRA tồn tại cả dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên thì bắt buộc chủ sở hữu phải là Nhà nước. Trong cơ cấu quản trị CRA nhất thiết phải có ít nhất 1/3 số thành viên hội đồng quản trị và thành viên ban kiểm soát là thành viên độc lập nhằm bảo đảm tính độc lập trong quản trị, kiểm soát và giám sát hoạt động của CRA.

Thứ hai, CRA cung cấp dịch vụ định mức tín nhiệm trên cơ sở hợp đồng ký kết với tổ chức phát hành chứng khoán nợ, nhưng kết quả định mức tín nhiệm lại được nhà đầu tư sử dụng để quyết định đầu tư. Vì vậy, xung đột lợi ích là một vấn đề tất yếu. Do đó, pháp luật về tổ chức và hoạt động của CRA ở Việt Nam cần phải bảo đảm được tính độc lập, khách quan và vô tư của CRA và nhân viên của CRA trong quá trình thực hiện nghiệp vụ định mức tín nhiệm. Kết quả định mức tín nhiệm phải được xác lập trên cơ sở những nguồn thông tin trung thực, có độ tin cậy và phải được kiểm tra, đánh giá chặt chẽ. Ngoại trừ quan hệ hợp đồng thuê định mức tín nhiệm, những mối quan hệ kinh tế giữa CRA và/hoặc nhân viên của CRA với tổ chức phát hành và những chủ thể có liên quan khác cần phải được loại trừ nhằm ngăn ngừa xung đột lợi ích.

Thứ ba, hệ số định mức tín nhiệm là kết quả của hoạt động nghiệp vụ định mức tín nhiệm. Kết quả này mặc dù chỉ phản ánh quan điểm của CRA về khả năng trả nợ của tổ chức phát hành chứng khoán nợ hoặc rủi ro tín dụng của chứng khoán nợ. nhưng rõ ràng trong những trường hợp nhất định, tổ chức phát hành và nhà đầu tư tin cậy hợp lý vào kết quả này để đưa ra quyết định của mình đối với một công cụ tài chính. Nếu kết quả đó có sai sót do lỗi cố ý hoặc vô ý do cẩu thả của CRA thì rõ ràng CRA phải chịu trách nhiệm bồi thường thiệt hại. Vì vậy, pháp luật về tổ chức và hoạt động của CRA ở Việt Nam, cần dựa trên cơ sở những nguyên tắc đã được đưa ra trong Bộ Luật dân sự về trách nhiệm dân sự, cụ thể những nội dung về trách nhiệm dân sự của CRA đối với tổ chức phát hành, nhà đầu tư và các chủ thể liên quan khác.❐

Tài liệu tham khảo:

Dan Prentice and Arad Reisberg (editor, 2011), Corporate finance law in the UK and EU, Oxford University Press.

Moody's Investors Service (2013), Rating symbols and definitions, truy cập ngày 19/11/2013, tại <https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004>

KOFIA [Internal Affairs Department - Korea Financial Investment Association] (2012), 2012 Capital market in Korea, truy cập ngày 19/11/2013 tại <http://eng.kofia.or.kr/brd/m_20/list.do>.

United States Senate – Permanent Subcommittee on investigations – Committee on Homeland security and governmental affairs (2011), Wall Street and the Financial crisis: Anatomy of a financial collapse, truy cập ngày 4/5/2012 tại <www.hsgac.senate.gov/.../Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf>.

Financial crisis report inquiry commission of the United States of America (2011), The Financial Crisis inquiry report, Official Government Edition, truy cập ngày 4/5/2012, tại www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf

Some legal issues on the organization and operation of credit rating agency

Abstract:

Credit rating is professional service performed by credit rating agencies for assessment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific debt securities. In other words, credit rating plays the role of assessment and avoidance of credit risks (default risks) in connection to the specific debt security. In fact having reliance on the credit ratings, investors make decisions on buying, selling or holding particular debt securities. Although, it cannot be denied the greatly significant role of the credit rating, there are conflicts of interests arising during the exercise of the credit rating. Therefore, the law on organizational structure and operation of credit rating agencies should cover the following fundamental matters: (i) The legal position of the credit rating agencies: The credit rating agencies are corporate entities operating under the management of a governmental body which is in charge of securities markets; (ii) The shareholding structure and governance structure of the credit rating agencies are differential in order for establishment and maintenance of the independence, fairness and objectiveness of the credit rating; (iii) The credit rating agencies and/or their employees' scope of barred economic relationships; (iv) Transparency and disclosure of information; (v) The procedures of the credit rating to ensure the accurate and reliable credit ratings; (vi) The civil liability of the credit rating agencies. It is recommended that Vietnam's legal framework should be constructed accordingly the above-mentioned matters subject to the circumstances of Vietnam.

Thông tin tác giả:

***Đỗ Minh Tuấn,** NCS trường Đại học Luật Hà Nội*

- Lĩnh vực nghiên cứu: Luật kinh tế, Luật Tài chính; Tư pháp quốc tế; Tiếng Anh luật học

- Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: Tạp chí Lập pháp, Tạp chí Khoa học – Luật học (Đại học Quốc gia Hà Nội), Tạp chí Châu Mỹ ngày nay, Tạp chí Dân chủ & Pháp luật

Email: tuanasialaw@gmail.com

***** Nguyễn Thị Thu Trang***

- Nơi công tác: Khoa Luật, trường đại học Kinh tế quốc dân