

**HOÀN THIỆN PHÁP LUẬT VỀ CÔNG BỐ THÔNG TIN VÀ ĐẠI DIỆN  
NGƯỜI SỞ HỮU TRÁI PHIẾU TRONG CHÀO BÁN TRÁI PHIẾU RIÊNG LẺ  
TẠI VIỆT NAM**

***TRẦN THỊ NHẬT ANH\****

*Ngày nhận bài: 20/10/2025*

*Ngày phản biện: 02/11/2025*

*Ngày đăng bài: 25/02/2026*

***Tóm tắt:***

Bài viết phân tích khung pháp lý điều chỉnh hoạt động chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước ở Việt Nam, tập trung vào hai nội dung liên quan đến: (i) Nghĩa vụ công bố thông tin của tổ chức phát hành và (ii) Cơ chế đại diện người sở hữu trái phiếu. Trên cơ sở phân tích, đánh giá quy định tại Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 và Nghị định số 65/2022/NĐ-CP ngày 16/9/2022, bài viết chỉ ra rằng quy định về công bố thông tin bất thường hiện nay mới dừng ở yêu cầu thông báo sự kiện phát sinh mà chưa đặt ra vấn đề về việc buộc doanh nghiệp phải đề xuất biện pháp khắc phục hoặc giải trình đối với các biến động ảnh hưởng đến khả năng thanh toán trái phiếu. Đồng thời, quy định cho phép đại diện người sở hữu trái phiếu cung cấp dịch vụ tư vấn phát hành cho doanh nghiệp

***Abstract:***

This article examines the legal framework governing the private placement of corporate bonds in Vietnam's domestic market, focusing on two key aspects: (i) the information disclosure obligations of issuing enterprises and (ii) the legal mechanism for bondholder representation. Based on an analysis of the regulatory provisions under Decree No. 153/2020/ND-CP and Decree No. 65/2022/ND-CP, the article finds that the current rules on extraordinary information disclosure primarily require issuers to report the occurrence of relevant events, but do not impose an obligation on issuers to propose remedial measures or provide explanations for changes that may adversely affect their bond repayment capacity. In addition, the regulation allowing bondholder representatives to simultaneously provide issuance advisory services to the issuer may create potential conflicts of interest and undermine the independence of this institutional mechanism. On this basis, the article proposes

---

\* ThS., Giảng viên; Trường Đại học Luật, Đại học Huế; Email: anhttn@hul.edu.vn

có thể làm phát sinh xung đột lợi ích và ảnh hưởng đến tính độc lập của cơ chế này. Trên cơ sở đó, bài viết đề xuất giải pháp hoàn thiện pháp luật nhằm củng cố biện pháp bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu và nâng cao chuẩn mực minh bạch cho thị trường.

***Từ khóa:***

Trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ, công bố thông tin, đại diện người sở hữu trái phiếu, bảo vệ nhà đầu tư.

***Keywords:***

Private placement of corporate bonds, information disclosure, and bondholders' representative.

**1. Đặt vấn đề**

Trái phiếu doanh nghiệp không chỉ được xem là một công cụ nợ giúp doanh nghiệp thực hiện hóa mục tiêu huy động vốn, mà còn là một kênh đầu tư dài hạn đầy tiềm năng góp phần thúc đẩy mục tiêu sinh lời của nhà đầu tư. Để đáp ứng đồng thời cả hai mục đích trên, khung pháp lý điều chỉnh hoạt động chào bán trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu chào bán riêng lẻ tại Việt Nam, nơi mà tỷ trọng của các đợt chào bán không công khai đang chiếm ưu thế vượt trội so với các đợt chào bán trái phiếu ra công chúng, đang ngày càng được củng cố. Bên cạnh đó, hàng loạt vi phạm trong hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ từ phía tổ chức phát hành và đơn vị tư vấn phát hành trong thời gian qua, đã đặt ra yêu cầu cấp thiết cho việc rà soát và củng cố hành lang pháp lý cho trong lĩnh vực này, nhất là đối với việc bảo đảm tính minh bạch của hoạt động chào bán trái phiếu doanh nghiệp không công khai, trong đó bao gồm việc nghiên cứu hai chế định liên quan đến: (i) Công bố thông tin của tổ chức phát hành; và (ii) Đại diện người sở hữu trái phiếu là vô cùng cần thiết trong việc nâng cao hiệu quả bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu.

Các quy định về (i) Công bố thông tin của doanh nghiệp chào bán trái phiếu riêng lẻ và (ii) Đại diện người sở hữu trái phiếu chủ yếu được ghi nhận tại Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 của Chính phủ 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 153/2020/NĐ-CP) và Nghị định số 65/2022/NĐ-CP ngày 16/9/2022 quy định sửa đổi, bổ sung một số điều của

Nghị định số 153/2020/NĐ-CP ngày 31/12/2020 quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp 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 65/2022/NĐ-CP). Việc ban hành lần lượt các văn bản pháp luật nêu trên đã thể hiện những nỗ lực đáng ghi nhận của cơ quan nhà nước có thẩm quyền trong hoàn thiện hành lang pháp lý cho hoạt động chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước tại Việt Nam. Tuy nhiên, đi sâu phân tích các quy định điều chỉnh (i) Nghĩa vụ công bố thông tin của tổ chức phát hành cũng như (ii) Quy định về đại diện người sở hữu trái phiếu, có thể thấy vẫn tồn tại một số điểm chưa hợp lý, làm ảnh hưởng đến hiệu quả đảm bảo thực thi một cách hiệu quả cơ chế bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu nói riêng và pháp luật về chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ nói riêng. Điều này đặt ra yêu cầu về việc tiếp tục hoàn thiện các quy định pháp luật liên quan nhằm gia tăng tính hấp dẫn và an toàn của môi trường đầu tư kinh doanh tại Việt Nam.

## **2. Thực trạng pháp luật về nghĩa vụ công bố thông tin của doanh nghiệp chào bán trái phiếu riêng lẻ tại thị trường trong nước ở Việt Nam**

Doanh nghiệp thường có xu hướng hạn chế tiết lộ thông tin xuất phát từ những lo ngại xung quanh vấn đề rò rỉ bí mật kinh doanh<sup>1</sup>. Học thuyết bất cân xứng về thông tin do Akerlof<sup>2</sup> khởi xướng đã cho thấy yêu cầu cấp thiết trong việc thiết lập cơ chế đảm bảo cân bằng về thông tin giữa tổ chức phát hành và nhà đầu tư trái phiếu, qua đó tạo cơ sở để trái chủ thực hiện những biện pháp kịp thời và cần thiết bảo vệ quyền lợi của mình. Dựa vào thời điểm thực hiện, quy định về công bố thông tin theo pháp luật hiện hành có thể được chia thành 3 nhóm: (i) Công bố thông tin trước đợt chào bán trái phiếu doanh nghiệp (TPDN); (ii) Công bố thông tin định kỳ và (iii) Công bố thông tin bất thường. Các nhóm quy định trên chủ yếu được ghi nhận tại Nghị định số 153/2020/NĐ-CP và Nghị định số 65/2022/NĐ-CP, Thông tư số 76/2024/TT-BTC ngày 06/11/2024 của Bộ Tài chính hướng dẫn chế độ công bố thông tin và chế độ báo cáo về chào bán, giao dịch TPDN riêng lẻ tại thị trường trong nước và chào bán TPDN ra thị trường quốc tế (sau đây gọi là Thông tư số 76/2024/TT-BTC).

Theo đó, trước đợt chào bán, tổ chức phát hành có nghĩa vụ công bố thông tin, bao gồm: (i) Tóm tắt thông tin về đợt chào bán TPDN; (ii) Thông tin về những người

<sup>1</sup> Lê Thị Bích Huệ (2026), *Bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp*, Tạp chí Khoa học Đại học Quốc gia Hà Nội: Luật học, Tập 32, Số 3, tr. 67.

<sup>2</sup> Akerlof, G. A. (1970), *The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 84(3), tr. 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>

chịu trách nhiệm công bố về đợt chào bán TPDN và (iii) Thông tin chi tiết liên quan đến đợt chào bán TPDN. Đối với phần thông tin liên quan đến tổ chức phát hành, doanh nghiệp cần cung cấp một cách trung thực các thông tin về cơ cấu tổ chức của doanh nghiệp, tình hình tài chính của công ty cũng như tình trạng sử dụng vốn đối với các trái phiếu còn dư nợ trong các đợt phát hành trước (nếu có). Quy định trên đã làm nổi bật định hướng lập pháp trong việc củng cố tính minh bạch của hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ. Các nhóm thông tin cần phải công bố chính là căn cứ quan trọng để nhà đầu tư trái phiếu có dữ liệu nhằm đánh giá, cân nhắc và đưa ra quyết định giải ngân đối với trái phiếu của doanh nghiệp đó. Với tính chất như vậy, thông tin công bố trước đợt chào bán trái phiếu có thể được xem như một đề nghị giao kết hợp đồng của doanh nghiệp đối với nhà đầu tư<sup>3</sup>, và là cơ sở pháp lý quan trọng để các bên liên quan giám sát việc thực hiện phương án chào bán trái phiếu của doanh nghiệp sau thời điểm phân phối trái phiếu. Nhằm tránh trường hợp doanh nghiệp đưa ra những thông tin sai lệch để tăng tính hấp dẫn của trái phiếu do mình chào bán, pháp luật hiện hành yêu cầu tổ chức phát hành phải chịu trách nhiệm trước pháp luật về nội dung và tính chính xác, trung thực của thông tin công bố. Doanh nghiệp không được sử dụng thông tin chứa đựng nội dung có tính chất quảng cáo, mời chào và không thông qua các phương tiện thông tin đại chúng trước đợt chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ. Quy định này không chỉ đề cao trách nhiệm giải trình cũng như đạo đức của doanh nghiệp trong huy động vốn bằng trái phiếu chào bán riêng lẻ mà còn góp phần vào củng cố kỷ luật và chất lượng của thị trường trái phiếu nói chung và trái phiếu chào bán riêng lẻ nói riêng.

Bên cạnh nghĩa vụ công bố thông tin trước đợt chào bán, doanh nghiệp còn phải thực hiện công bố thông tin định kỳ 6 tháng và hàng năm cho nhà đầu tư và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), trong đó bao gồm báo cáo tài chính, tình hình thanh toán lãi, gốc, sử dụng vốn và việc thực hiện các cam kết với trái chủ. Cơ chế này giúp nhà đầu tư theo dõi sức khỏe tài chính của doanh nghiệp và chủ động bảo vệ quyền lợi của mình trong bối cảnh tồn tại bất cân xứng thông tin. Ngoài ra, pháp luật quy định nghĩa vụ công bố thông tin bất thường trong vòng 24 giờ kể từ khi xảy ra các sự kiện có thể ảnh hưởng đến khả năng thanh toán hoặc điều kiện của trái phiếu, như việc bị đình chỉ hoạt động, tổ chức lại doanh nghiệp, thay đổi điều khoản trái phiếu hoặc bị xử phạt vi phạm hành chính. Đây là những biến động liên quan đến doanh nghiệp có khả năng làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động kinh doanh và việc thực hiện nghĩa

---

<sup>3</sup> Lê Thị Thu Thủy (2017), *Giáo trình Pháp luật về thị trường chứng khoán*, NXB Đại học Quốc gia Hà Nội, tr. 291.

vụ thanh toán trả nợ của chủ thể này. Do đó, yêu cầu đặt ra là phải thông báo kịp thời, đầy đủ và chính xác các biến động nêu trên cho nhà đầu tư, nhằm giúp nhóm chủ thể này thực hiện các biện pháp phù hợp để bảo vệ quyền và lợi ích chính đáng của mình. Yêu cầu phải công bố thông tin bất thường trong vòng 24 giờ kể từ thời điểm xảy ra sự kiện biến động là một cái cách nhằm nâng cao chuẩn mực minh bạch trong chào bán trái phiếu riêng lẻ, tránh tình trạng doanh nghiệp trì hoãn, trốn tránh việc tiết lộ các thông tin bất thường không có lợi cho tổ chức phát hành. Quy định về việc công bố thông tin bất thường là sự bổ sung cần thiết bên cạnh nghĩa vụ tiết lộ thông tin định kỳ, tạo điều kiện cho nhà đầu tư nắm bắt được tình hình cũng như những thay đổi trọng yếu có tác động đến khả năng thanh toán của tổ chức phát hành, qua đó có thể đưa ra những phản ứng pháp lý phù hợp nhằm bảo vệ quyền lợi chính đáng của mình trong thị trường trái phiếu chào bán riêng lẻ.

Quy định về công bố thông tin trong chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ, mặc dù đã thể hiện nỗ lực đáng ghi nhận của nhà lập pháp trước yêu cầu nâng cao chuẩn mực minh bạch trong huy động vốn của tổ chức phát hành, qua đó nâng cao hiệu quả bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu sau những vi phạm nghiêm trọng về công bố thông tin trong chào bán trái phiếu riêng lẻ tại tập đoàn Tân Hoàng Minh và Vạn Thịnh Phát. Tuy vậy, quy định hiện hành vẫn bộc lộ một số hạn chế có nguy cơ ảnh hưởng đến hiệu quả thực hiện pháp luật điều chỉnh lĩnh vực có liên quan. Theo đó, quy định hiện hành đã không đưa ra hướng dẫn dành cho doanh nghiệp nhằm xử lý thông tin hoặc phản ứng trước thông tin về biến động gây ảnh hưởng đến khả năng trả nợ. Cụ thể, Nghị định số 153/2020/NĐ-CP chỉ yêu cầu doanh nghiệp công bố thông tin, trong đó bao gồm những thông tin về việc: “Có sự thay đổi về nội dung thông tin so với thông tin đã công bố khi chào bán trái phiếu làm ảnh hưởng đến khả năng trả nợ lãi, gốc trái phiếu”, mà không kèm theo yêu cầu về việc doanh nghiệp phải đưa ra phương án khắc phục hoặc giải trình về việc không thể khắc phục sự cố đã xảy ra. Đây có thể xem là một nội dung chưa hoàn thiện theo quy định về nghĩa vụ công bố thông tin của doanh nghiệp. Xuất phát từ những lý do sau:

*Thứ nhất*, với tư cách là bên đi vay, doanh nghiệp cần có trách nhiệm đưa ra phương án khắc phục hoặc giải trình về việc không thể khắc phục những thay đổi phát sinh trong quá trình chào bán trái phiếu. Bởi lẽ, một là: đề xuất biện pháp khắc phục khi gặp phải sự kiện làm ảnh hưởng đến khả năng nợ của doanh nghiệp không phải là nội dung bắt buộc của trái phiếu; hai là: kinh nghiệm và khả năng xử lý các vấn đề phát sinh trong chào bán trái phiếu của một số nhà đầu tư, đặc biệt là nhà đầu tư cá

nhân chưa đảm bảo để vận dụng các cơ chế sẵn có theo quy định hiện hành để bảo vệ quyền lợi của mình. Có một thực tế là, trình độ và nhận thức của nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán, đặc biệt là nhóm nhà đầu tư cá nhân, đối tượng có xu hướng đưa ra quyết định đầu tư dựa trên thông tin được tiết lộ<sup>4</sup>. Không phải nhà đầu tư nào cũng có khả năng áp dụng các quy định pháp luật liên quan để đưa ra những phương án xử lý thích hợp, nhằm bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của mình khi gặp các thông tin bất lợi trong quá trình đầu tư trái phiếu. Do đó, để nâng cao trách nhiệm của tổ chức phát hành, cần buộc chủ thể này đưa ra phương án khắc phục hoặc giải trình về việc không thể khắc phục sự thay đổi phát sinh sau khi phân phối trái phiếu làm ảnh hưởng đến khả năng thanh toán.

*Thứ hai*, mặc dù việc yêu cầu công bố thông tin đảm bảo tính kịp thời, chính xác đi chăng nữa, các sự việc hoặc các diễn biến trong thông tin đã xảy ra và nguy cơ nhà đầu tư bị vi phạm nghĩa vụ thanh toán đã hình thành. Do đó, sẽ thật thiếu sót nếu chỉ yêu cầu doanh nghiệp công bố thông tin bất thường mà không đính kèm theo giải pháp cho vấn đề đã xảy ra. Điều này tiếp tục đặt ra một yêu cầu khác trong việc hoàn thiện quy định về công bố thông tin bất thường của doanh nghiệp, thông qua yêu cầu doanh nghiệp phải đề xuất biện pháp khắc phục trước những sự thay đổi xảy ra. Sự bổ sung trên là rất cần thiết nhằm gia tăng hiệu quả của việc công bố thông tin bất thường, đồng thời cải thiện tình trạng giữa tổ chức phát hành và nhà đầu tư trái phiếu<sup>5</sup>.

*Thứ ba*, tạo sự thống nhất với quy định về buộc doanh nghiệp mua lại trái phiếu trước hạn. Theo đó, điểm b khoản 3 Điều 1 Nghị định số 65/2022/NĐ-CP quy định nhà đầu tư trái phiếu có thể yêu cầu tổ chức phát hành mua lại trái phiếu trước hạn khi:

“Doanh nghiệp phát hành vi phạm phương án phát hành trái phiếu mà vi phạm đó không thể khắc phục hoặc biện pháp khắc phục không được số người sở hữu trái phiếu đại diện từ 65% tổng số trái phiếu cùng loại đang lưu hành trở lên chấp thuận”.

Dựa vào quy định trên có thể thấy, trường hợp doanh nghiệp vi phạm phương án phát hành, căn cứ vào biện pháp khắc phục hậu quả do chính doanh nghiệp đề xuất, nhà đầu tư trái phiếu có quyền quyết định buộc tổ chức huy động vốn phải mua lại trái phiếu hoặc không. Như vậy, cơ sở để quyết định yêu cầu mua lại trái phiếu chính là

---

<sup>4</sup> Cao Minh Tiến (2023), *Nghiên cứu lý thuyết tài chính hành vi đối với nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán*, Tạp chí Nghiên cứu Tài chính kế toán, số 03, truy cập tại <http://thuvienlamdong.org.vn:8002/html/php/view.php>, truy cập ngày 03/8/2025.

<sup>5</sup> Trần Thị An Tuệ (2024), *Khái niệm, bản chất pháp lý của hoạt động chào bán chứng khoán*, Tạp chí Luật học, số 6, tr. 108.

biện pháp khắc phục do doanh nghiệp đưa ra. Quy định này gián tiếp thừa nhận tồn tại việc doanh nghiệp phải đưa ra phương án khắc phục hoặc chứng minh không thể khắc phục tình trạng mà doanh nghiệp đang gặp phải tạo cơ sở để nhà đầu tư đưa ra quyết định. Do đó, việc bổ sung quy định về việc đưa ra biện pháp khắc phục hậu quả hoặc giải trình về việc không thể khắc phục hậu quả theo quy định về công bố thông tin sẽ góp phần tạo nên sự thống nhất giữa yêu cầu về việc công bố thông tin bất thường với quy định buộc mua lại trái phiếu trước hạn theo pháp luật hiện hành.

*Thứ tư*, một số nền tài phán phát triển cũng ủng hộ xu hướng buộc tổ chức phát hành phải công bố thông tin đầy đủ, gồm cả biện pháp khắc phục khi có thay đổi trọng yếu xảy ra. Đạo luật Chứng khoán Hoa Kỳ 1933 và Đạo luật Giao dịch Chứng khoán năm 1934 nhấn mạnh nghĩa vụ công bố thông tin trọng yếu (material information) đầy đủ và chính xác của tổ chức phát hành và coi đây là một nguyên tắc quan trọng mà doanh nghiệp cần thực hiện nếu muốn áp dụng ngoại lệ chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ. Tiếp đó, Rule 10b-5 được SEC ban hành với mục đích chống lại các hành vi gian lận trong giao dịch chứng khoán, trong đó có trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ. Các hành vi gian lận theo Rule 10b-5 bao gồm việc cung cấp thông tin sai lệch hoặc bỏ sót sự kiện trọng yếu cần thiết để làm cho thông tin được đưa ra không gây hiểu lầm. Dựa trên các quy định này, có thể hiểu, việc công bố thông tin của tổ chức phát hành có thể bị xem hành vi gian lận, nếu thông tin được cung cấp không đầy đủ, không phản ánh toàn diện nội dung trọng yếu đã xảy ra, trong đó bao gồm cách thức mà tổ chức phát hành sử dụng để giải quyết, khắc phục tình huống làm ảnh hưởng đến khả năng trả nợ. Xu hướng trên cũng được thể hiện trong Quy định về Lạm dụng Thị trường (Market abuse regulation - MAR) số 596/2014 và Chỉ thị Minh bạch (Transparency Directive) của Liên minh châu Âu (EU) và các quy tắc niêm yết tại thị Singapore. Tất cả đều nhấn mạnh yêu cầu cung cấp thông tin chính xác và đầy đủ, với hàm ý “đầy đủ” ở đây có nghĩa là thông tin phải bao gồm bối cảnh liên quan và mô tả về cách thức phản ánh cần thiết của tổ chức phát hành trong trường hợp xảy ra sự kiện trọng yếu tiêu cực.

### **3. Thực trạng pháp luật về đại diện người sở hữu trái phiếu trong chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại thị trường trong nước ở Việt Nam**

Dựa trên học thuyết về người gác công do Lewin, K. khởi xướng, đề cập đến chủ thể kiểm soát dòng chảy của thông tin, cũng là người quyết định thông tin nào sẽ được giữ lại và, thông tin nào sẽ được chuyển ra ngoài<sup>6</sup>, đại diện người sở hữu trái phiếu

<sup>6</sup> Kurt Lewin (1947, 11), *Frontiers in group dynamics. II. Channels of group life; social planning and action research*, Human Relations, 1(2), pp. 143-153.

được thiết kế với vai trò như cơ chế trung gian giữa tổ chức phát hành và nhà đầu tư trái phiếu, góp phần củng cố hiệu quả bảo vệ trái chủ cũng như duy trì tính minh bạch trên thị trường. Với vai trò đại diện cho nhà đầu tư, đại diện người sở hữu trái phiếu giúp bảo đảm các thông tin được chuyển tiếp cho doanh nghiệp một cách đầy đủ và công bằng, chức năng này tương tự một tấm màn lọc thông tin hiệu quả đối với nhà đầu tư. Không những vậy, cơ chế trung gian này còn được trao quyền giám sát doanh nghiệp chào bán trái phiếu riêng lẻ, đảm bảo tổ chức phát hành tuân thủ nghiêm ngặt điều khoản trái phiếu. Pháp luật thực định nhấn mạnh vai trò “cầu nối” giữa tổ chức phát hành và trái chủ của đại diện người sở hữu trái phiếu, thông qua khoản 7 Điều 1 Nghị định số 65/2022/NĐ-CP của Chính phủ ngày 16/9/2025, khi định nghĩa:

“Đại diện người sở hữu trái phiếu là thành viên lưu ký của tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán được chỉ định hoặc lựa chọn đại diện cho quyền lợi của người sở hữu trái phiếu”.

Dựa trên quy định này, có thể thấy, đại diện người sở hữu trái phiếu phải là tổ chức, tổ chức này thuộc một trong hai nhóm sau: Một là, các thành viên lưu ký của Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam; hai là, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán. Về cơ chế xác định đại diện người sở hữu trái phiếu, Nghị định số 65/2022/NĐ-CP trình bày hai phương án quyết định đại diện người sở hữu trái phiếu, gồm: (i) Chỉ định (bởi doanh nghiệp chào bán trái phiếu) hoặc (ii) Lựa chọn. Bên cạnh đó, trong trường hợp chào bán trái phiếu riêng lẻ cho nhà đầu tư cá nhân, doanh nghiệp huy động vốn buộc phải ký hợp đồng với đại diện người sở hữu trái phiếu. Đại diện người sở hữu trái phiếu thực thi trách nhiệm giám sát hoạt động của tổ chức phát hành và đảm bảo tổ chức phát hành sử dụng vốn huy động theo đúng cam kết ghi nhận tại phương án chào bán trái phiếu riêng lẻ. Với quy định này, pháp luật hiện hành đã bổ sung cơ chế giám sát doanh nghiệp chào bán trái phiếu riêng lẻ thông qua trung gian, tạo cầu nối để nhà đầu tư có thể tiếp cận và liên hệ với doanh nghiệp phát hành một cách thuận tiện hơn.

Đại diện người sở hữu trái phiếu là chủ thể đóng vai trò trung gian, đại diện cho quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư trái phiếu, thay mặt nhà đầu tư trái phiếu giám sát việc thực hiện các cam kết mà tổ chức phát hành đã “hứa hẹn” tại thông báo chào bán trái phiếu. Tuy vậy, soi chiếu quy định hiện hành, có thể thấy cơ chế về đại diện người sở hữu trái phiếu hiện nay vẫn còn nhiều bất cập, đó là việc buộc đại diện người sở hữu trái phiếu phải ký hợp đồng tư vấn dịch vụ với doanh nghiệp chào bán trái phiếu. Đây là quy định không hợp lý. Bởi lẽ:

*Thứ nhất*, pháp luật hiện hành trao quyền đại diện người sở hữu trái phiếu cho các định chế tài chính trung gian để nhóm chủ thể này thực hiện chức năng bảo đảm quyền lợi cho nhà đầu tư trái phiếu, mặt khác lại buộc chính đại diện người sở hữu trái phiếu phải cung cấp dịch vụ cho nhà phát hành. Với cách tiếp cận này, đại diện người sở hữu trái phiếu đang thực thi cùng một lúc hai nhiệm vụ mà lợi ích của chúng lại mâu thuẫn với nhau, đó là: bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư trái phiếu, và đảm bảo thực hiện các nghĩa vụ trong hợp đồng tư vấn vì lợi ích tốt nhất của khách hàng là tổ chức phát hành. Quy định này có thể khiến chúng ta phải đặt câu hỏi về vấn đề đảm bảo tính khách quan, minh bạch trên thị trường trái phiếu khi vai trò đại diện chủ nợ và cung cấp dịch vụ cho con nợ được trao cho cùng một chủ thể. Điều này giải thích cho thực trạng một số công ty chứng khoán được chỉ định với vai trò là đại diện cho nhà đầu tư trái phiếu nhưng lại “tiếp tay” cho doanh nghiệp phát hành thực hiện các giao dịch chào bán trái phiếu bất hợp pháp. Đơn cử trong vụ án tập đoàn Tân Hoàng Minh vi phạm quy định về chào bán TPDN, cơ quan chức năng đã xác định vai trò liên quan của các công ty chứng khoán, đồng thời là đại diện người sở hữu trái phiếu trong các đợt chào bán trái phiếu của các công ty con thuộc tập đoàn Tân Hoàng Minh. Trong đó, công ty Chứng khoán Agriseco là đại diện người sở hữu các lô trái phiếu do công ty Soleil và công ty Ngôi Sao Việt phát hành và đồng thời cũng là đơn vị tư vấn phát hành cho Tân Hoàng Minh<sup>7</sup>. Ủy ban chứng khoán nhà nước cũng xác định công ty Chứng khoán Agriseco chưa thực hiện đầy đủ trách nhiệm rà soát việc đáp ứng quy định về hồ sơ chào bán trái phiếu doanh nghiệp<sup>8</sup> (Mộc An, 2023). David Javidzad đã khẳng định, khi xảy ra sự kiện vi phạm (event of default), nghĩa vụ của đại diện người sở hữu trái phiếu nâng lên thành theo tiêu chuẩn của một người cẩn trọng (prudent-person standard) khi xử lý các vấn đề liên quan đến quyền lợi của trái chủ<sup>9</sup>. Theo đó, đại diện người sở hữu trái phiếu luôn cần phải chuẩn bị tâm thế chủ động để đưa ra các quyết định có lợi nhất cho nhà đầu tư. Điều này không chỉ đặt ra yêu cầu về việc đáp ứng quy định của pháp luật hiện hành, mà còn phải hướng đến mục tiêu bảo vệ tối đa quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư trái phiếu. Nhiệm vụ trên sẽ rất khó để đáp

<sup>7</sup> Huy Lê, *Ai sở hữu trái phiếu Tân Hoàng Minh?*, Tạp chí Tri thức, truy cập tại <https://znews.vn/ai-so-huu-trai-phiieu-tan-hoang-minh-post1307396.html>, truy cập ngày 20/02/2026.

<sup>8</sup> Mộc An, *5 công ty chứng khoán nào có tên trong vụ trái phiếu Tân Hoàng Minh?* Báo Dân trí, truy cập tại <https://dantri.com.vn/kinh-doanh/5-cong-ty-chung-khoan-nao-co-ten-trong-vu-trai-phiieu-tan-hoang-minh-20231008104428141.htm>, truy cập ngày 20/02/2026.

<sup>9</sup> David Javidzad, (2020), *Indenture trustees' duties under the trust indenture act in the first, second, and third circuits*. 29, 373, truy cập tại <https://gould.usc.edu/why/students/orgs/ilj/assets/docs/29-2-Javidzad.pdf>, truy cập ngày 03/8/2025.

úng một cách đầy đủ, đặc biệt trong bối cảnh đại diện người sở hữu trái phiếu phải làm hài lòng khách hàng mà mình cung cấp dịch vụ tư vấn chào bán trái phiếu, tức tổ chức phát hành. Rõ ràng, pháp luật hiện hành đang thiết lập cơ chế có khả năng cao gây ra xung đột lợi ích, làm ảnh hưởng không nhỏ đến quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư trái phiếu.

*Thứ hai*, quy định trên cũng không cho thấy sự tương thích với xu hướng lập pháp tương tự trên thế giới. Tại Hoa Kỳ, đại diện người sở hữu trái phiếu được chỉ định bởi tổ chức phát hành. Đây là chủ thể được ủy thác để thực hiện các công việc đại diện cho nhà đầu tư trái phiếu, hay còn gọi là *trustee*. Đạo luật Hợp đồng Ủy thác năm 1939 (Trust Indenture Act of 1939) của Hoa Kỳ không có quy định nào buộc tổ chức ủy thác phải đảm nhận vai trò tư vấn dịch vụ cho nhà phát hành. Điều tương tự cũng diễn ra tại Singapore, khi đại diện người sở hữu trái phiếu cũng được gọi là *trustee*, và pháp luật nước này không yêu cầu *trustee* phải ký hợp đồng cung cấp dịch vụ tư vấn cho doanh nghiệp huy động vốn. Quyền và nghĩa vụ của *trustee* sẽ được quy định rõ tại hợp đồng trái phiếu (*bond indenture*).

Sự bất cập trong quy định hiện hành đã thể hiện trên thực tế, tại Việt Nam, nhiều công ty chứng khoán được chỉ định với vai trò là đại diện cho nhà đầu tư trái phiếu nhưng lại “tiếp tay” cho doanh nghiệp phát hành thực hiện các giao dịch chào bán trái phiếu bất hợp pháp. Đơn cử trong vụ án tập đoàn Tân Hoàng Minh vi phạm quy định về chào bán trái phiếu doanh nghiệp, cơ quan chức năng đã xác định vai trò liên quan của các công ty chứng khoán, đồng thời là đại diện người sở hữu trái phiếu trong các đợt chào bán trái phiếu của các công ty con thuộc tập đoàn Tân Hoàng Minh. Các công ty này đã vi phạm quy định về việc tư vấn hồ sơ, thủ tục phát hành trái phiếu, thiếu trách nhiệm trong quá trình rà soát điều kiện phát hành trái phiếu của các công ty con thuộc tập đoàn Tân Hoàng Minh dẫn đến việc các doanh nghiệp không đủ điều kiện chào bán trái phiếu vẫn có thể huy động vốn thông qua hình thức này, gây thiệt hại nghiêm trọng đến quyền và lợi ích hợp pháp của nhà đầu tư trái phiếu<sup>10</sup>. Sự tiếp tay của các công ty chứng khoán, đồng thời là đại diện người sở hữu trái phiếu trong vụ việc Tân Hoàng Minh đã cho thấy sự bất hợp lý trong quy định về việc buộc người đại diện sở hữu trái phiếu ký hợp đồng tư vấn dịch vụ cho doanh nghiệp phát hành trái phiếu. Rõ ràng, việc buộc đại diện người sở hữu trái phiếu đồng thời phải cung cấp

---

<sup>10</sup> Báo Kinh tế & Đô thị (2025), *5 Công ty chứng khoán đã tiếp tay vụ trái phiếu Tân Hoàng Minh như thế nào?*, <https://thitruongtaichinh.kinhtedothi.vn/chung-khoan/5-cong-ty-chung-khoan-da-tiep-tay-vu-trai-phiieu-tan-hoang-minh-nhu-the-nao-121412.html>, truy cập ngày 03/8/2025.

dịch vụ cho tổ chức phát hành là một quy định cần được điều chỉnh kịp thời nhằm đáp ứng yêu cầu bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu trong chào bán trái phiếu riêng lẻ tại Việt Nam hiện nay.

#### **4. Giải pháp hoàn thiện pháp luật về bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ thị trường trong nước ở Việt Nam**

*Thứ nhất*, giải pháp hoàn thiện pháp luật đối với quy định về công bố thông tin bất thường của doanh nghiệp chào bán trái phiếu: Phân tích thực trạng pháp luật về nghĩa vụ công bố thông tin của tổ chức phát hành trong chào bán TPDN riêng lẻ tại thị trường trong nước ở Việt Nam, tác giả cho rằng, quy định hiện hành cần bổ sung yêu cầu doanh nghiệp đề xuất biện pháp khắc phục hoặc giải trình về việc không thể khắc phục sự thay đổi về nội dung thông tin so với thông tin đã công bố khi chào bán trái phiếu làm ảnh hưởng đến khả năng trả nợ. Theo đó, đối với quy định về công bố thông tin bất thường của doanh nghiệp chào bán trái phiếu, nhằm đảm bảo nghĩa vụ thanh toán của doanh nghiệp và tạo sự thống nhất với các quy định hiện hành, trong đó có quy định về việc buộc mua lại trái phiếu trước hạn. Tác giả kiến nghị, bổ sung khoản 3 Điều 22 Nghị định số 153/2020/NĐ-CP như sau:

“Sau khi công bố thông tin bất thường, doanh nghiệp phải gửi đề xuất về biện pháp khắc phục hoặc giải trình về việc không thể khắc phục những thay đổi được quy định tại điểm b khoản 1 Điều này trong thời hạn không quá 30 ngày kể từ ngày công bố thông tin bất thường”.

*Thứ hai*, giải pháp hoàn thiện pháp luật đối với quy định buộc đại diện người sở hữu trái phiếu phải ký hợp đồng tư vấn dịch vụ với doanh nghiệp chào bán trái phiếu.

Liên quan đến chế định đại diện người sở hữu trái phiếu, cần bổ quy định về áp đặt vai trò tư vấn dịch vụ phát hành trái phiếu đối với tổ chức đại diện nhà đầu tư ghi nhận tại điểm a khoản 7 Điều 14 Nghị định số 153/2020/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung bởi khoản 11 Điều 1 Nghị định số 65/2022/NĐ-CP. Việc làm trên có ý nghĩa quan trọng đối với vấn đề giảm thiểu xung đột về quyền lợi giữa các bên có liên quan, từ đó nâng cao tính minh bạch, khách quan trong hoạt động chào bán trái phiếu riêng lẻ và môi trường đầu tư kinh doanh nói chung tại Việt Nam.

Vấn đề là trong trường hợp không cho phép đơn vị tư vấn dịch vụ phát hành cho doanh nghiệp đồng thời là đại diện người sở hữu trái phiếu, cơ chế lựa chọn đại diện người sở hữu trái phiếu cần được quy định một cách minh thị nhằm bảo đảm tính khách quan và độc lập của chế định này, từ đó nâng cao hiệu quả bảo vệ nhà đầu tư trái

phiếu. Nghiên cứu các mô hình lập pháp tiên tiến trên thế giới có thể giúp cung cấp những gợi ý khả thi cho thị trường Việt Nam.

Tại Hoa Kỳ, nơi có lịch sử xây dựng và hoàn thiện quy định về đại diện người sở hữu trái phiếu (trustee) trong chào bán trái phiếu riêng lẻ được đánh giá là lâu đời và có sức ảnh hưởng lớn nhất trên thế giới, thông qua việc ban hành Đạo Luật Ủy thác (Trust Indenture Act - TIA) từ năm 1939, đại diện người sở hữu trái phiếu hoạt động dựa trên việc tuân thủ một cách nghiêm ngặt các nguyên tắc nhằm hạn chế tối đa xung đột lợi ích giữa trustee và nhà đầu tư trái phiếu, đảm bảo rằng trustee hoạt động một cách độc lập, trung thành và vì lợi ích tốt nhất của trái chủ. Việc tham khảo kinh nghiệm từ Hoa Kỳ có thể là một gợi ý cần thiết giúp hoàn thiện các chuẩn mực pháp lý đối với chế định này tại Việt Nam.

Theo pháp luật Hoa Kỳ, đại diện người sở hữu trái phiếu trong vai trò của mình cần xem lợi ích của nhà đầu tư trái phiếu là ưu tiên hàng đầu, và không đặt lợi ích của bất kỳ tổ chức, cá nhân nào lên trên. Theo đó, TIA buộc trustee trong trường hợp xảy ra sự kiện vi phạm hợp đồng tín thác (trong trường hợp này có thể là hợp đồng trái phiếu) phải thực hiện quyền hạn và nghĩa vụ của mình với sự quan tâm và kỹ năng mà một người cẩn trọng (prudent man) sẽ thực hiện trong việc quản lý công việc của chính mình<sup>11</sup>. Cụm từ “người cẩn trọng” ở đây được hiểu dựa trên một án lệ nổi tiếng vào năm 1830 được phán quyết bởi Tòa án tối cao Massachusetts, Hoa Kỳ. Theo đó, người cẩn trọng: “... phải quan sát cách những người thận trọng, có sự cân nhắc và thông minh quản lý công việc của chính họ, không phải liên quan đến đầu cơ, mà là liên quan đến việc phân bổ lâu dài các khoản tiền của họ, xem xét cả thu nhập có thể có lẫn mức độ an toàn có thể có của vốn đầu tư”<sup>12</sup> (Cornell Law School, 2022). Những nội dung nêu trên đã thiết lập nguyên tắc đề cao nghĩa vụ trung thành đối với bên thụ hưởng (nhà đầu tư trái phiếu) của đại diện người sở hữu trái phiếu và là một gợi ý quan trọng để Việt Nam có thể tiếp thu vào quy định xác định đại diện người sở hữu trái phiếu.

Bên cạnh đó, một trong những nguyên tắc cốt lõi cần được bảo đảm đối với vai trò đại diện người sở hữu trái phiếu đó là: tính độc lập. Để bảo đảm duy trì nguyên tắc

---

<sup>11</sup> Section 315. 2 (c), *Trust indenture act of 1939*, truy cập tại <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1888/pdf/COMPS-1888.pdf>, truy cập ngày 27/07/2025.

<sup>12</sup> Cornell Law School (2022), *Harvard College & Massachusetts General Hospital v. Armory (1830)*, truy cập tại [https://www.law.cornell.edu/wex/harvard\\_college\\_massachusetts\\_general\\_hospital\\_v\\_armory\\_ \(1830\)](https://www.law.cornell.edu/wex/harvard_college_massachusetts_general_hospital_v_armory_ (1830)), truy cập ngày 29/7/2025.

này, Section 315 TIA buộc đại diện người sở hữu trái phiếu phải loại bỏ xung đột hoặc từ chức nếu xuất hiện xung đột về mặt lợi ích. Đạo luật này cũng chỉ rõ các trường hợp được cho là có xung đột lợi ích (conflicting interest) tại Section 315 nhằm giúp trustee nhận diện rõ các tình huống này để đưa ra hướng xử lý phù hợp mà không vi phạm các nguyên tắc mà TIA đã đặt ra. Các trường hợp này có thể chia thành ba nhóm sau: (i) Trustee có quan hệ tài chính hoặc sở hữu chéo đối với tổ chức phát hành; (ii) Lãnh đạo của trustee đồng thời là lãnh đạo của tổ chức phát hành, trừ trường hợp nhân sự lãnh đạo trùng lặp từ dưới 02 người; (iii) Trustee không được là chủ nợ hoặc nắm giữ tài sản bảo đảm liên quan đến trái phiếu bị đang vi phạm nghĩa vụ thanh toán. Đây là nội dung quan trọng trong TIA, thể hiện rõ việc đề cao tính độc lập của trustee với tổ chức phát hành. Trong bối cảnh pháp luật Việt Nam chưa có quy định cụ thể làm giảm thiểu xung đột lợi ích giữa đại diện người sở hữu trái phiếu với tổ chức phát hành và nhà đầu tư trái phiếu, quy định tại TIA có thể cung cấp những gợi mở hoàn thiện pháp luật hiện hành điều chỉnh lĩnh vực này.

Dựa trên việc phân tích quy định của Hoa Kỳ, nhằm đảm bảo thực thi hiệu quả vai trò của đại diện người sở hữu trái phiếu trong chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ, tác giả đề xuất sửa quy định tại điểm a, đồng thời bổ sung điểm a1 ngay sau điểm a khoản 7 Điều 14 Nghị định số 153/2020/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung bởi khoản 11 Điều 1 Nghị định số 65/2022/NĐ-CP như sau:

*“7. Đại diện người sở hữu trái phiếu là thành viên lưu ký của Tổng công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam, công ty quản lý quỹ đầu tư chứng khoán được chỉ định hoặc được lựa chọn đại diện cho quyền lợi của người sở hữu trái phiếu theo quy định tại khoản 13 Điều 3 Nghị định số 155/2020/NĐ-CP.*

*a) Tổ chức phát hành lựa chọn một bên thứ ba, không phải là bên tư vấn dịch vụ phát hành làm đại diện người sở hữu trái phiếu. Đại diện người sở hữu trái phiếu phải độc lập lợi ích với tổ chức phát hành và thực hiện các công việc được giao một cách trung thực, cẩn trọng, tốt nhất nhằm bảo đảm lợi ích hợp pháp tối đa của nhà đầu tư trái phiếu.*

*a1) Độc lập lợi ích theo quy định tại điểm a được hiểu là đại diện người sở hữu trái phiếu:*

*- Không có mối quan hệ kinh doanh hoặc thương mại thường xuyên, quan trọng với tổ chức phát hành;*

*- Không thuộc các trường hợp sở hữu chéo đối với tổ chức phát hành theo quy định pháp luật doanh nghiệp;*

- Không đồng thời là chủ nợ của tổ chức phát hành;

- Không có quá 01 cán bộ quản lý, điều hành hoặc người có liên quan đồng thời giữ các vị trí quản lý, điều hành hoặc có vai trò kiểm soát tại tổ chức phát hành”.

## 5. Kết luận

Nhận thức được tầm quan trọng của việc phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp doanh nghiệp nói chung và thị trường trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ nói riêng. Các nhà hoạch định chính sách và pháp luật hiện hành ban hành nhiều văn bản pháp luật nhằm hỗ trợ cho hoạt động huy động của tổ chức phát hành, cũng như nâng cao hiệu quả của việc thực hiện mục tiêu bảo vệ nhà đầu tư trên thị trường. Qua phân tích các quy định pháp luật có liên quan, những bất cập về cơ chế bảo vệ nhà đầu tư thông qua (i) Quy định về công bố thông tin đối với tổ chức phát hành và; (ii) Quy định về đại diện người sở hữu trái phiếu đã bộc lộ những điểm chưa hợp lý, làm ảnh hưởng đến hiệu quả đảm bảo thực thi nghĩa vụ thanh toán của doanh nghiệp trong chào bán trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ tại nước ta. Điều này đặt ra yêu cầu về việc tiếp tục hoàn thiện các quy định pháp luật liên quan nhằm gia tăng tính hấp dẫn và an toàn của môi trường đầu tư kinh doanh tại Việt Nam.

## DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Akerlof, G. A. (1970), *The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 84(3), truy cập tại <https://doi.org/10.2307/1879431>

2. Cao Minh Tiến (2023), *Nghiên cứu lý thuyết tài chính hành vi đối với nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán*, Tạp chí Nghiên cứu Tài chính kế toán, số 03, truy cập tại <http://thuvienlamdong.org.vn:8002/html/php/view.php>, truy cập ngày 03/8/2025.

3. Cornell Law School (2022), *Harvard College & Massachusetts General Hospital v. Armory (1830)*, truy cập tại [https://www.law.cornell.edu/wex/harvard\\_college\\_massachusetts\\_general\\_hospital\\_v.\\_armory\\_\(1830\)](https://www.law.cornell.edu/wex/harvard_college_massachusetts_general_hospital_v._armory_(1830)), truy cập ngày 29/7/2025.

4. David Javidzad (2020), *Indenture trustees' duties under the trust indenture act in the first, second, and third circuits*. 29, 373, truy cập tại <https://gould.usc.edu/why/students/orgs/ilj/assets/docs/29-2-Javidzad.pdf>, truy cập ngày 03/8/2025

5. Huy Lê, *Ai sở hữu trái phiếu Tân Hoàng Minh?* Tạp chí Tri thức: <https://znews.vn/ai-so-huu-trai-phieu-tan-hoang-minh-post1307396.html>, truy cập ngày 20/02/2026

6. Kurt Lewin (1947, 11), *Frontiers in group dynamics. II. Channels of group life; social planning and action research*. Human Relations, 1(2).

7. Lê Thị Bích Huệ (2016), *Bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu*, Tạp chí Khoa học Đại học Quốc gia Hà Nội: Luật học, Tập 32, Số 3.

8. Lê Thị Bích Huệ (2026), *Bảo vệ nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp*, Tạp chí Khoa học Đại học Quốc gia Hà Nội: Luật học, Tập 32, Số 3.

9. Lê Thị Thu Thủy (Chủ biên) (2017), *Giáo trình Pháp luật về thị trường chứng khoán*, NXB Đại học Quốc gia Hà Nội.

10. Trần Thị An Tuệ (2024), *Khái niệm, bản chất pháp lý của hoạt động chào bán chứng khoán*, Tạp chí Luật học, số 6.