

VAI TRÒ “NGƯỜI GÁC CỔNG” VÀ TRÁCH NHIỆM BỒI THƯỜNG THIẾT HẠI NGOÀI HỢP ĐỒNG CỦA TỔ CHỨC BẢO LÃNH PHÁT HÀNH

■ THS. NGUYỄN THỊ PHƯƠNG THẢO *

Tóm tắt: Thị trường chứng khoán Việt Nam chưa công nhận vai trò “người gác cổng” của tổ chức bảo lãnh phát hành. Bài viết này tập trung vào ba nội dung chính: Làm rõ vai trò “người gác cổng” của tổ chức bảo lãnh phát hành; các quan điểm về trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng của tổ chức bảo lãnh phát hành trong khoa học pháp lý và pháp luật thực định một số nước; đưa ra một số gợi mở cho việc áp dụng tại thị trường chứng khoán Việt Nam.

Abstract: Vietnam's stock market has not yet recognized the role of "gatekeeper" of the underwriter. This article focuses on three main contents: Clarifying the role of "gatekeeper" of the underwriter organizations; opinions on the underwriter's liability for non-contractual damages in legal science and the practice law of a number of countries and thereby offers some suggestions for application in Vietnam's stock market.

1. Khái niệm “người gác cổng” và vai trò “người gác cổng” của tổ chức bảo lãnh phát hành

1.1. Khái niệm “người gác cổng”

“Người gác cổng” (Gatekeeper) là một khái niệm học thuật được sử dụng trong lĩnh vực tài chính. Các nhà quản lý đã đề cập gián tiếp đến thuật ngữ này thông qua việc ghi nhận vai trò của “người gác cổng” xuất hiện lần đầu tiên vào khoảng năm 1900 khi Sàn giao dịch chứng khoán New York bắt đầu yêu cầu báo cáo tài chính phát hành phải được chứng nhận bởi một kiểm toán viên độc lập. Tuy nhiên, theo Coffee¹, có thể việc sử dụng có hệ thống đầu tiên của thuật ngữ “người gác cổng” là trong công trình nghiên cứu về cơ chế thị trường hiệu quả (năm 1984) của hai tác giả Gibson và Kraakman² khi thảo luận về vai trò của ngân hàng đầu tư với tư cách “người gác cổng”. Trong công trình này, hai tác giả sử dụng thuật ngữ có ý nghĩa tương đương là “Housekeeping Seal” để chỉ các chuyên gia độc lập đóng vai trò trung gian thông tin đưa danh tiếng của chính họ thay cho người bán trong

thị trường chứng khoán như các tổ chức xếp hạng tín nhiệm hay các ngân hàng đầu tư... Khái niệm “người gác cổng” tiếp tục được Kraakman và nhiều nhà khoa học khác nghiên cứu sâu và phát triển, điển hình như Coffee, Hamdani, Tuch³. Nhìn chung, có thể tóm lược một số điểm cơ bản về “người gác cổng” qua nghiên cứu các công trình của các nhà khoa học kể trên như sau:

Thứ nhất, “người gác cổng” được hiểu là trung gian có uy tín, cung cấp dịch vụ xác minh và chứng nhận tính chính xác của các thông tin được công bố của tổ chức phát hành trên thị trường chứng khoán. “Người gác cổng” bao gồm tổ chức bảo lãnh phát hành phát hành, kiểm toán, luật sư.

Thứ hai, về lý do xuất hiện vai trò của “người gác cổng”, trong các đợt chào bán chứng khoán ra công chúng, tổ chức phát hành có khả năng rất cao tận dụng lợi thế thông tin nắm giữ của mình để thực hiện các hành vi sai trái đối với nhà đầu tư. Các nhà quản lý tạo ra “người gác cổng” là các bên tư nhân thay mặt

mình bảo vệ lợi ích chính đáng cho các nhà đầu tư trên thị trường thông qua khả năng ngăn chặn hành vi sai trái bằng cách từ chối hợp tác với những kẻ phạm tội.

Thứ ba, có hai yếu tố cốt lõi làm nền tảng cho hành động của một “người gác cổng”. Đầu tiên, “người gác cổng” là một người có vốn uy tín đáng kể, có được trong nhiều năm và nhiều khách hàng. Điều này cam kết bảo đảm tính chính xác của các tuyên bố hoặc sự thể hiện mà họ đưa ra hoặc xác minh. Tiếp đến, “người gác cổng” nhận được một lợi ích nhỏ hơn rất nhiều cho vai trò là người xác nhận thông tin của mình. Về lý thuyết, “người gác cổng” sẽ không thể hi sinh vốn uy tín của mình cho một khách hàng với một khoản phí khiêm tốn.

Như vậy, có thể hiểu, “người gác cổng” là những trung gian trên thị trường chứng khoán, có vai trò xác nhận tính chính xác của những thông tin do tổ chức phát hành cung cấp.

1.2. Vai trò “người gác cổng” của tổ chức bảo lãnh phát hành

Trên thế giới tồn tại hai luồng quan điểm khi đề cập đến vai trò “người gác cổng” của tổ chức bảo lãnh phát hành (TCBLPH). Những người theo giả thuyết về sức mạnh thị trường như Chemmanur và Krishnan (2012)⁴, Loughran và Ritter (2004)⁵ cho rằng, vai trò của nhà bảo lãnh là để đạt được mức định giá cao nhất có thể cho các đợt chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng mà không phải để giá vốn cổ phần gắn với giá trị nội tại. Các nhà bảo lãnh có danh tiếng cao sẽ định giá cổ phần cao hơn và xa hơn giá trị nội tại của nó. Trong khi đó, số nhiều học giả theo quan điểm chứng nhận như Chemmanur và Fulghieri⁶ hoặc Kraakman, Coffee, Hamdani, Tuch nêu trên lại cho rằng, tổ chức phát hành chứng khoán hoạt động như một trung gian “chứng nhận”, người cung cấp thông tin về giá trị nội tại của doanh nghiệp cho thị trường sơ

cấp. Giá chào bán cổ phần được các TCBLPH nỗ lực định giá gần nhất với giá trị nội tại của nó do mối quan tâm của họ về việc bảo tồn danh tiếng trên thị trường. Chính vì vậy, họ nhìn nhận vai trò của TCBLPH như một “người gác cổng”, chịu trách nhiệm trước nhà đầu tư về tính chính xác của những thông tin trong hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán của tổ chức phát hành. Trong trường hợp TCBLPH không hoàn thành vai trò “người gác cổng”, nhà đầu tư bị thiệt hại từ những thông tin không chính xác về chứng khoán chào bán, TCBLPH phải chịu trách nhiệm bồi thường thiệt hại cho nhà đầu tư. Theo quan điểm của các nhà làm luật Việt Nam về trách nhiệm dân sự, trách nhiệm này thuộc loại trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng.

2. Trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng của tổ chức bảo lãnh phát hành

2.1. Cơ sở lý thuyết

Việc áp đặt trách nhiệm dự kiến sẽ cung cấp động lực mạnh mẽ cho “người gác cổng” để thực hiện khả năng giám sát và kiểm soát của họ, do đó, ngăn chặn các hành vi sai trái của tổ chức phát hành⁷. Vậy, trong trường hợp nào cần áp dụng loại trách nhiệm dân sự trên cho TCBLPH để bảo đảm tính hiệu quả?

Lý thuyết thực thi pháp luật công (the economic theory of public enforcement of law) còn được gọi là lý thuyết răn đe tối ưu (the theory of optimal deterrence)⁸ quy định các quy tắc pháp lý để ngăn chặn tối ưu hành vi gây hại cho xã hội. Được phát triển bởi Shavell và Polinsky⁹, lý thuyết dự đoán các quy tắc trách nhiệm cụ thể sẽ ảnh hưởng đến hành vi của các tác nhân như thế nào và đưa ra những tuyên bố chuẩn mực về mong muốn của những quy tắc đó dựa trên một tiêu chí cụ thể về phúc lợi xã hội. Lý thuyết răn đe tối ưu áp dụng mục tiêu xã hội là giảm tối đa tổng chi phí xã hội dự kiến của hành vi sai trái, chi phí phòng ngừa và chi phí hành chính liên quan đến thực thi. Vì chi phí

hành chính không trong tầm kiểm soát của các tác nhân nên không xem xét đến trong hoàn cảnh này. Mức độ rủi ro tối ưu đạt được khi giảm được tối đa chi phí xã hội dự kiến cho hành vi sai trái và chi phí phòng ngừa. Áp dụng lý thuyết này đòi hỏi các quy tắc trách nhiệm phải được xây dựng một cách tinh vi, bởi việc áp dụng các biện pháp phòng ngừa lớn hơn sẽ ngăn chặn quá mức gian lận chứng khoán còn áp dụng biện pháp phòng ngừa ít hơn sẽ không ngăn chặn được gian lận chứng khoán.

2.2. Các quan điểm về trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng đối với vai trò “người gác cổng” của tổ chức bảo lãnh phát hành trên thế giới

Việc áp dụng trách nhiệm pháp lý (trong phạm vi bài viết này được hiểu là trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng) cho “người gác cổng” (trong đó có TCBLPH) được coi là một trong số những chiến lược pháp lý để kiểm soát hành vi sai trái của tổ chức phát hành. Qua đó, “người gác cổng” có động lực sử dụng quyền lực của mình giám sát và kiểm soát hoặc ít nhất là gây ảnh hưởng đến hành vi của các khách hàng doanh nghiệp, giúp ngăn chặn hành vi sai trái của họ. Trong công trình nghiên cứu về trách nhiệm pháp lý của “người gác cổng”, Tuch (2017)¹⁰ đã phân tích khá rõ cơ sở “người gác cổng” phải bị áp dụng trách nhiệm pháp lý. Cụ thể gồm bốn lí do chính sau: (i) Bất nguồn từ khả năng ảnh hưởng đến hành vi của khách hàng của họ; (ii) Dựa trên sự bất lực của các hình thức trách nhiệm trực tiếp hơn, cụ thể là trách nhiệm cá nhân và doanh nghiệp để ngăn chặn hiệu quả các hành vi sai trái của các tổ chức doanh nghiệp; (iii) Thiếu khả năng tạo ra hành xử thích hợp của “người gác cổng” nếu không có trách nhiệm kèm theo; (iv) Tương xứng với danh tiếng mang lại cho “người gác cổng”.

Trách nhiệm pháp lý của TCBLPH nói riêng và

“người gác cổng” nói chung (kiểm toán, luật sư) được đặt ra trong trường hợp hồ sơ chào bán chứng khoán có sai sót dẫn đến thiệt hại cho nhà đầu tư. Vấn đề đặt ra là chế độ trách nhiệm pháp lý nào sẽ khiến “người gác cổng” thực hiện các biện pháp phòng ngừa tối ưu để ngăn chặn gian lận chứng khoán của các khách hàng doanh nghiệp của họ. Hiện nay, tồn tại hai trường phái quan điểm tranh luận khá gay gắt về vấn đề này, giữa chế độ trách nhiệm pháp lý nghiêm ngặt (Strict Liability) và trách nhiệm pháp lý dựa trên lỗi (Fault-based Liability).

Quan điểm thứ nhất cho rằng, chế độ trách nhiệm pháp lý của “người gác cổng” là chế độ nghiêm ngặt. Điển hình là các tác giả Hamdani (2003) và Coffee (2004). Theo đó, “người gác cổng” phải chịu trách nhiệm pháp lý liên quan đến các sai sót trong hồ sơ đăng ký chào bán của tổ chức phát hành mà không phụ thuộc vào việc có lỗi hay không. Những người theo quan điểm này nhận thấy, chỉ có trách nhiệm nghiêm ngặt mới cung cấp cho “người gác cổng” những khuyến khích tối ưu để ngăn chặn hành vi sai trái của khách hàng, tạo cho “người gác cổng” nhiều động lực hơn để đề phòng và thực hiện các biện pháp thẩm định chuyên sâu, thậm chí giới hạn mức độ hoạt động bằng cách từ chối các khách hàng quá rủi ro. Mặt khác, Tòa án và cơ quan quản lý tránh được sự cần thiết phải sa vào “bãi lầy” trong việc xác định chính xác tiêu chuẩn “cẩn trọng”. Bên cạnh đó, khi trách nhiệm tăng cao, “người gác cổng” sẽ tăng phí để trả cho trách nhiệm gia tăng của mình và buộc khách hàng phải chịu một khoản phí cao hơn do không thuyết phục được “người gác cổng” rằng họ có rủi ro gian lận rất thấp. Chính mức phí cao này sẽ có xu hướng ngăn cản các tác nhân lừa đảo. Tuy nhiên, hai tác giả này cũng chỉ ra điểm hạn chế lớn nhất của chế độ trách nhiệm nghiêm ngặt. Thực tế, “người gác cổng” không thể phân biệt được khách hàng “trung

thực" với khách hàng "lừa đảo". Do đó, họ sẽ tính thêm cả khoản phí để bù đắp cho rủi ro trách nhiệm họ có thể phải gánh chịu khi khách hàng đó lừa đảo. Việc tăng phí được kích hoạt bởi trách nhiệm của "người gác cổng" có thể dẫn đến hậu quả tiêu cực. Cấu trúc phí tăng cao này vẫn cho phép khách hàng "lừa đảo" tiếp cận thị trường vốn nhưng lại khiến các khách hàng trung thực từ bỏ thị trường, dẫn đến rủi ro thất bại thị trường.

Tác giả Hamdani còn cho rằng, chỉ có thể áp dụng chế độ pháp lý nghiêm ngặt đối với "người gác cổng" khi họ có thể phát hiện ra hành vi sai trái của khách hàng với chi phí hợp lý và có khả năng loại bỏ hành vi sai trái đó với chi phí thấp. Chế độ này phù hợp trong bối cảnh cơ quan quản lý thiếu các thông tin để sàng lọc, giám sát và thậm chí có thể là các biện pháp thiết kế sản phẩm và tổ chức mà "người gác cổng" nên thực hiện. Tác giả không đồng tình với quan điểm áp đặt trách nhiệm pháp lý đối với bên thứ ba chỉ vì họ có khả năng ngăn chặn hành vi sai trái của người phạm tội. Các nhà hoạch định chính sách có thể sử dụng hai chiến lược tương đối an toàn là áp dụng các tiêu chuẩn dựa trên kiến thức ("người gác cổng" sẽ chịu trách nhiệm nếu họ biết về hành vi trái pháp luật nhưng không ngăn chặn) và yêu cầu cụ thể "người gác cổng" phải thực hiện các biện pháp kiểm soát có hiệu quả về chi phí.

Những người theo quan điểm thứ hai, đại diện là Tuch lại cho rằng, trách nhiệm pháp lý nghiêm ngặt có thể khiến thị trường "người gác cổng" thất bại khi ngăn cản cơ hội tiếp cận thị trường vốn của những người phát hành. Do đó, chế độ trách nhiệm của "người gác cổng" nên là chế độ dựa trên lỗi sẽ phù hợp hơn cả. Theo đó, "người gác cổng" chỉ phải chịu trách nhiệm nếu có lỗi đối với sai sót xảy ra. Tuy nhiên, các tác giả theo quan điểm này lại chia thành hai luồng ý kiến:

- Luồng ý kiến thứ nhất, đại diện là Tuch xem xét trách nhiệm pháp lý của một "người gác cổng" độc lập (nhà bảo lãnh) trong mối quan hệ phụ thuộc với những "người gác cổng" khác (luật sư, kiểm toán). Từ đó, tác giả nhận thấy rằng, chế độ pháp lý dựa trên lỗi kết hợp với trách nhiệm liên đới và riêng rẽ sẽ khiến "người gác cổng" có biện pháp phòng ngừa tối ưu. Điều này có nghĩa là nguyên đơn (nhà đầu tư hoặc tổ chức phát hành) có quyền yêu cầu TCBLPH phải chịu toàn bộ trách nhiệm cho những sai sót trong hồ sơ đăng ký chào bán, bao gồm cả những sai sót do lỗi của các chủ thể liên quan khác (công ty kiểm toán, luật sư...) gây ra. Sau khi hoàn thành nghĩa vụ với bên có quyền, TCBLPH có quyền quay lại đòi các chủ thể này hoàn trả lại mình phần nghĩa vụ tương ứng TCBLPH đã thực hiện thay cho họ.

- Luồng ý kiến thứ hai lại cho rằng, nhà bảo lãnh chỉ phải chịu trách nhiệm riêng rẽ. Theo đó, nhà bảo lãnh chỉ phải chịu trách nhiệm trong phạm vi sai sót hồ sơ đăng ký chào bán do lỗi của mình gây ra. Quan điểm này được thể hiện rất rõ trong Đạo luật Chứng khoán năm 1933 của Mỹ. Tại Mỹ, Quốc hội xem các TCBLPH có trách nhiệm đạo đức đặc biệt nặng nề đối với công chúng, bởi họ thay mặt cơ quan quản lý bảo vệ lợi ích chính đáng của các nhà đầu tư trên thị trường thông qua việc thẩm tra thông tin do tổ chức phát hành cung cấp. Do đó, trách nhiệm pháp lý của TCBLPH nói riêng và "người gác cổng" nói chung được thiết kế áp dụng là tiêu chuẩn nghiêm ngặt đối với các bên có vai trò trực tiếp trong hồ sơ chào bán đã đăng ký¹¹. Theo nội dung quy định tại Mục 11 của Đạo luật Chứng khoán năm 1933 và Quy tắc 10b-5 của Đạo luật Giao dịch chứng khoán năm 1934, đối với các phần không được coi là chuyên môn trong tuyên bố đăng ký chào bán, TCBLPH sẽ chịu trách nhiệm pháp lý nghiêm ngặt đối với sai sót hoặc thiếu sót trừ khi họ thiết lập biện pháp thẩm định chuyên

sâu bằng cách chứng minh rằng sau khi điều tra hợp lý, họ có nền tảng hợp lý để tin và đã tin rằng các công bố trong đó không sai và không gây hiểu lầm. Nói cách khác, bất kỳ “người gác cổng” nào có thể thiết lập một biện pháp thẩm định chuyên sâu do áp dụng tiêu chuẩn dựa trên tính hợp lý đều được miễn trách nhiệm nghiêm ngặt. Đối với phần được coi là chuyên môn trong tuyên bố đăng ký (các báo cáo do kiểm toán phát hành, báo cáo tư vấn pháp lý của luật sư), các TCBLPH có được sự bảo vệ hào phóng hơn và nó được biết đến như một biện pháp phòng thủ phụ thuộc. Theo đó, TCBLPH không phải chịu trách nhiệm pháp lý nếu họ chứng minh rằng họ thiếu niềm tin hoặc lí do để tin rằng các tuyên bố liên quan là không đúng sự thật hoặc có thiếu sót về dữ liệu. Như vậy, có thể thấy, các nhà làm luật Mỹ sử dụng chế độ trách nhiệm pháp lý khắt khe nhất để áp dụng cho TCBLPH, song cũng trao cho chủ thể này quyền giải trình nhất định để bảo vệ quyền lợi chính đáng cho mình. Với quy định này, đòi hỏi TCBLPH phải tiến hành một cách cẩn trọng các biện pháp điều tra và xác minh, hay còn gọi là thẩm định chuyên sâu về các thông tin do tổ chức phát hành cung cấp, bảo đảm tính chính xác của hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán. Họ phải luôn cảnh giác trước những cường điệu và viễn cảnh màu hồng và cảnh giác với tất cả bảo đảm của tổ chức phát hành¹². Trong mối quan hệ trách nhiệm giữa những TCBLPH trong tổ hợp bảo lãnh và giữa TCBLPH với những “người gác cổng” khác như kiểm toán, luật sư, trách nhiệm pháp lý riêng rẽ được áp dụng. Có nghĩa rằng, các bên chỉ phải chịu trách nhiệm trong phạm vi lỗi của mình, không bên nào phải liên đới chịu trách nhiệm cho lỗi của bên khác. Có quan điểm cho rằng, quy định hiện tại của pháp luật dường như có sự không công bằng giữa các TCBLPH thành viên với TCBLPH chính xét trong phạm vi tổ

hợp bảo lãnh. Bởi lẽ, TCBLPH chính có nhiệm vụ thẩm định thông tin do tổ chức phát hành cung cấp và kết quả thẩm định này được sử dụng để xác định giá chứng khoán và xác nhận tính chính xác của bản cáo bạch. Trên thực tế, theo quy trình hoạt động tiêu chuẩn trong ngành ngân hàng đầu tư thì các TCBLPH thành viên đều dựa vào kết quả điều tra của TCBLPH chính, mặc dù trong thỏa thuận giữa các TCBLPH không có quy định ngăn cản họ thực hiện các cuộc điều tra riêng. Sẽ là không đúng khi cho phép TCBLPH thành viên thoát khỏi trách nhiệm pháp lý hoàn toàn nhưng nên mở rộng trách nhiệm của các TCBLPH chính¹³.

2.3. Một số gợi mở về vai trò “người gác cổng” và áp dụng trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng cho tổ chức bảo lãnh phát hành tại Việt Nam

Theo số liệu của Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia, tỷ trọng cung ứng vốn cho nền kinh tế từ thị trường vốn tăng từ 21,6% năm 2012 lên 35,4% năm 2017. Giai đoạn 2012 - 2017, cung ứng vốn từ thị trường vốn tăng bình quân khoảng 33,4%/năm, gấp đôi so với tăng trưởng cung ứng vốn từ hệ thống tổ chức tín dụng (16,6%/năm)¹⁴. Phát hành chứng khoán, đặc biệt là phương thức chào bán ra công chúng đang dần trở thành kênh huy động vốn quan trọng của các doanh nghiệp và đầu tư chứng khoán đang là kênh đầu tư hấp dẫn các nhà đầu tư trên thị trường. Theo quy định hiện hành¹⁵, doanh nghiệp muốn thực hiện chào bán chứng khoán ra công chúng phải nộp hồ sơ đăng ký chấp thuận lên Ủy ban Chứng khoán nhà nước (UBCKNN) để được cấp phép. Tổ chức phát hành chịu trách nhiệm về tính chính xác, trung thực và đầy đủ của hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán. Tổ chức tư vấn phát hành, TCBLPH, tổ chức kiểm toán được chấp thuận, người ký báo cáo

kiểm toán và bất kỳ tổ chức, cá nhân nào xác nhận hồ sơ phải chịu trách nhiệm trước pháp luật trong phạm vi liên quan đến hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng. Trong đó, tổ chức tư vấn phát hành chịu trách nhiệm về nội dung tư vấn liên quan đến thủ tục, hồ sơ chào bán, TCBLPH chịu trách nhiệm trong phạm vi cam kết bảo lãnh mua hoặc phân phối chứng khoán, tổ chức kiểm toán chịu trách nhiệm trong phạm vi các báo cáo tài chính phát hành. Vậy, nội dung còn lại trong hồ sơ đăng ký (cụ thể là bản cáo bạch) do chủ thể nào chịu trách nhiệm thẩm định về tính chính xác? UBCKNN là cơ quan cấp phép chịu trách nhiệm thẩm định hồ sơ. Tuy nhiên, trách nhiệm thẩm định của UBCKNN không được pháp luật quy định rõ ràng là thẩm định tính chính xác của các thông tin trong hồ sơ do tổ chức phát hành cung cấp hay chỉ thẩm định mức độ đáp ứng các điều kiện luật định để tổ chức phát hành được chào bán ra công chúng. Điều 22 Luật Chứng khoán năm 2019 chỉ quy định về quyền của UBCKNN được yêu cầu tổ chức phát hành sửa đổi, bổ sung hồ sơ đăng ký trong thời gian xem xét hồ sơ để bảo đảm thông tin được công bố chính xác, trung thực, đầy đủ, bảo vệ quyền lợi hợp pháp cho nhà đầu tư. Với thực trạng pháp luật như vậy, có thể nhận thấy, dường như UBCKNN chỉ chịu trách nhiệm thẩm định về mức độ đáp ứng điều kiện chào bán của tổ chức phát hành, tức là thẩm định về tính đầy đủ của thông tin để chứng minh mức độ đáp ứng điều kiện chào bán. Thị trường đang không có một chủ thể “danh chính ngôn thuận” đứng ra giữ vai trò thẩm định tính chính xác của các thông tin trong hồ sơ đăng ký. Sự tham gia bắt buộc của tổ chức tư vấn phát hành trong thủ tục chào bán chứng khoán ra công chúng là điểm mới của Luật Chứng khoán năm 2019 nhưng không có nghĩa tổ chức này chịu trách nhiệm bảo đảm tính chính xác của hồ sơ đăng ký. Nói cách khác, thị

trường chứng khoán Việt Nam đang thiếu một “người gác cổng”.

Từ những nghiên cứu về vai trò “người gác cổng” và các quan điểm về trách nhiệm pháp lý của TCBLPH, có thể đưa ra một số gợi mở cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Cụ thể như sau:

Thứ nhất, việc sử dụng vai trò “người gác cổng” của TCBLPH như một công cụ quản lý gián tiếp hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng là xu hướng phát triển tất yếu của thị trường chứng khoán. Đặc biệt trong điều kiện thị trường quản lý hoạt động chào bán chứng khoán ra công chúng bằng cơ chế công bố thông tin. Tại Việt Nam, trong Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020 ban hành kèm theo Quyết định số 252/QĐ-TTg ngày 01/3/2012, Chính phủ cũng đã xác định giải pháp chuẩn hóa các quy định về điều kiện chào bán chứng khoán ra công chúng theo thông lệ quốc tế theo hướng từng bước đơn giản hóa thủ tục đăng ký chào bán bằng cách chuyển từ cơ chế theo chất lượng sang cơ chế dựa trên công bố thông tin đầy đủ. Do vậy, việc nghiên cứu và ghi nhận vai trò “người gác cổng” của TCBLPH chứng khoán là cần thiết trong điều kiện thị trường phát hành ngày càng phát triển và mức độ “tinh vi” của tổ chức phát hành ngày càng cao. Một mặt, đó là tấm lá chắn để bảo vệ quyền lợi chính đáng cho các nhà đầu tư trên thị trường. Mặt khác, nâng cao hiệu quả quản lý của cơ quan quản lý nhà nước và tạo động lực, thúc đẩy sự phát triển của hoạt động bảo lãnh phát hành chứng khoán.

Thứ hai, để bảo đảm tạo động lực thúc đẩy TCBLPH hoàn thành vai trò “người gác cổng”, cần phải áp đặt trách nhiệm lên họ, một trong số đó là trách nhiệm bồi thường thiệt hại cho nhà đầu tư. Nhà làm luật Việt Nam có thể tham khảo quy định của thị trường Mỹ về vấn đề này. Với việc áp đặt trách nhiệm

pháp lý nghiêm ngặt nhưng vẫn tạo cơ hội bào chữa cho TCBLPH thoát khỏi trách nhiệm đó không chỉ bảo đảm công bằng cho các TCBLPH mà còn tránh bỏ lọt “tội phạm tinh vi” là các tổ chức phát hành. Bên cạnh đó, việc TCBLPH phải chịu trách nhiệm liên quan đến phần chuyên môn của những “người gác cổng” khác như công ty kiểm toán, luật sư là cần thiết để gia tăng mức độ cẩn trọng của TCBLPH, giúp quyền lợi của nhà đầu tư được bảo vệ tốt hơn.

Thứ ba, hiện nay, vấn đề trách nhiệm bồi thường thiệt hại ngoài hợp đồng đã được Bộ luật Dân sự năm 2015 điều chỉnh nhưng chỉ mang tính nguyên tắc. Việc quy định trách nhiệm pháp lý của TCBLPH có những đặc thù riêng, cần được cụ thể hóa trong văn bản pháp lý có giá trị cao như luật chứng khoán để tạo cơ sở pháp lý vững chắc bảo vệ quyền lợi cho nhà đầu tư trên thị trường cũng như tạo sức răn đe lớn cho TCBLPH và những “người gác cổng” khác □

1. John C. Coffee Jr, 2004, *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Boston University Law Review, Vol.84, tr. 302.
2. Ronal J.Gibson and Reinier H. Kraakman, 1984, *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review, Vol. 70, No.4.
3. Reinier H. Kraakman, 1986, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, Journal of Law, Economics & Organization, Vol.2, No.1; Assaf Hamdani, 2003, *Gatekeeper Liability*, Southern California Law Review, Vol.77; Andrew F. Tuch, 2010, *Multiple Gatekeepers*, Virginia Law Review, Vol.96.
4. Thomas J. Chemmanur and Karthik Krishnan, 2012, *Heterogeneous Beliefs, IPO Valuation, and the Economic Role of the Underwriter in IPOs*, Financial Management, Vol.41, Issue 4.
5. Tim Loughran and Jay Ritter, 2004, *Why has IPO Underpricing Changed Over Time?*, Financial Management, Vol. 33, Issue 3.
6. Thomas J. Chemmanur and Paolo Fulghieri, 1994, *Investment Bank Reputation, Information Production and Financial Intermediation*, The Journal of Finance, Vol.49, No.1.
7. Andrew F. Tuch, 2010, *tlđđ*, tr. 1584.
8. Alex Raskolnikov, 2019, *Deterrence Theory: Key Findings and Challenges*, Columbia & Economics Working Paper No.610, tr. 1.
9. Mitchell Polinsky and Steven Shavell, 2006, *The Theory of Public Enforcement of Law*, Handbook of Law and Economics, Volume 1.
10. Andrew F. Tuch, 2017, *The Limits of Gatekeeper Liability*, Washington and Lee Law Review Online, Vol.73, Issue 2, tr. 620.
11. Eric Seitz, 2008, *Underwriter Due Diligence: It's (not) A Whole New Ballgame*, SMU Law Review, Vol.61, Issue.4, tr. 1640.
12. Eric Seitz, 2008, *tlđđ*, tr. 1638.
13. Dana B. Klinges, 1985, *Expanding the Liability of Managing Underwriters Under the Securities Act of 1933*, Fordham Law Review, Vol.53, Issue.5, tr. 1067 - 1068.
14. Báo cáo tổng quan thị trường tài chính năm 2017 của Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia, theo đường link: http://npsc.gov.vn/wp-content/uploads/2018/10/bao_cao_tong_quan_thi_truong_tai_chinh_2017.pdf, truy cập ngày 27/9/2021.
15. Điều 23, Điều 25 Luật Chứng khoán năm 2019.