

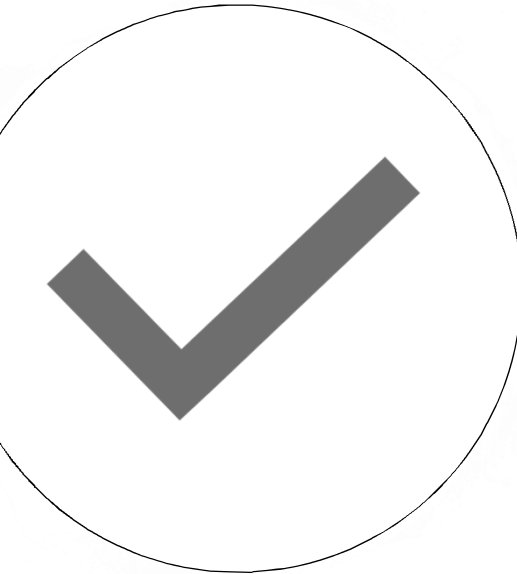
## Nội dung

1

Mục tiêu sửa đổi Luật Chứng khoán từ  
góc nhìn của Nhóm Công Tác Thị  
Trường Vốn

2

Một số điểm mấu chốt trong sửa đổi  
Luật Chứng khoán



### MỤC TIÊU SỬA ĐỔI LUẬT CHỨNG KHOÁN TỪ GÓC NHÌN CỦA NHÓM CÔNG TÁC THỊ TRƯỜNG VỐN

- MSCI Emerging Market (Nhóm Thị Trường Mới Nội MSCI)
- Giải quyết bất cập giữa Luật Chứng khoán và các Luật có liên quan
- Hoàn thiện mô hình quản lý thị trường giao dịch chứng khoán và quy định giao dịch chứng khoán

**VBF** VIETNAM BUSINESS FORUM  
CAPITAL MARKETS WG 3



### KIẾN NGHỊ TRỌNG TÂM SỬA ĐỔI LUẬT CHỨNG KHOÁN

1. PHẠM VI ĐIỀU CHỈNH
2. SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN
3. GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN
4. MÔ HÌNH QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

**VBF** VIETNAM BUSINESS FORUM  
CAPITAL MARKETS WG 4

## PHẠM VI ĐIỀU CHỈNH

### A. QUY ĐỊNH HIỆN HÀNH

- Luật Đầu tư điều chỉnh hoạt động đầu tư kinh doanh tại Việt Nam và yêu cầu mọi hoạt động “mua cổ phần, phần vốn góp” dẫn đến sở hữu nước ngoài từ 51% trở lên đều phải đăng ký bất kể công ty đó là công ty đại chúng hay không đại chúng.
- Cũng theo Luật Đầu tư, mọi công ty có sở hữu nước ngoài từ 51% trở lên phải đáp ứng điều kiện và thủ tục đầu tư như “Nhà đầu tư nước ngoài”;
- Luật Chứng khoán điều chỉnh hoạt động chào bán chứng khoán, niêm yết, giao dịch, kinh doanh, đầu tư chứng khoán, dịch vụ về chứng khoán và thị trường chứng khoán.

### B. BẮT CẬP CỦA QUY ĐỊNH HIỆN HÀNH

Có sự chồng chéo, không thống nhất giữa Luật Đầu tư và Luật Chứng khoán về địa vị pháp lý của các công ty đại chúng (bao gồm cả công ty niêm yết và chưa niêm yết) có tỷ lệ sở hữu nước ngoài trên 51%. Điểm mâu chốt là tỷ lệ sở hữu nước ngoài của các công ty này có thể thay đổi hàng ngày, hôm trước trên 51%, ngày hôm sau dưới 49%. Như vậy, quy định yêu cầu mọi hoạt động “mua cổ phần, phần vốn góp” dẫn đến sở hữu nước ngoài từ 51% trở lên đều phải đăng ký là vô cùng bất hợp lý và không thể thực hiện được.

5

## PHẠM VI ĐIỀU CHỈNH

### C. KIẾN NGHỊ VỀ PHẠM VI ĐIỀU CHỈNH

- Xác định rõ ranh giới phạm vi điều chỉnh của Luật Chứng khoán bằng việc thêm vào phạm vi điều chỉnh của Luật Chứng khoán “sở hữu nước ngoài tại công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán và quỹ đầu tư; điều kiện và thủ tục đầu tư góp vốn, mua cổ phần, phần vốn góp tại công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán và quỹ đầu tư”.
- Cụ thể như sau:  
*“Luật này quy định các hoạt động về chứng khoán và thị trường chứng khoán bao gồm hoạt động chào bán, niêm yết, giao dịch, kinh doanh, đầu tư chứng khoán, cung cấp dịch vụ về chứng khoán; tổ chức và hoạt động của thị trường chứng khoán; quyền và nghĩa vụ của tổ chức, cá nhân hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán; quản lý nhà nước về chứng khoán và thị trường chứng khoán; sở hữu nước ngoài tại công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán và quỹ đầu tư; điều kiện và thủ tục đầu tư, góp vốn, mua cổ phần, phần vốn góp tại công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán và quỹ đầu tư.”*

6

## PHẠM VI ĐIỀU CHỈNH

### D. KIẾN NGHỊ VỀ XUNG ĐỘT PHÁP LUẬT

- i. Khi có xung đột pháp luật về (a) sở hữu nước ngoài tại công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán và quỹ đầu tư, và (b) điều kiện và thủ tục đầu tư chứng khoán, góp vốn, mua cổ phần, phân vốn góp tại công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán và quỹ đầu tư, Luật Chứng khoán cần được ưu tiên áp dụng. Cụ thể như sau:

*“Trường hợp có sự khác nhau giữa quy định của Luật này với quy định của luật khác về cùng một vấn đề liên quan đến hoạt động chứng khoán và thị trường chứng khoán, sở hữu nước ngoài tại công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán và quỹ đầu tư; điều kiện và thủ tục đầu tư chứng khoán, góp vốn, mua cổ phần, phân vốn góp tại công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán và quỹ đầu tư thì áp dụng quy định của Luật này.”*

7

## PHẠM VI ĐIỀU CHỈNH

### E. KIẾN NGHỊ SỬA ĐỔI ĐIỀU 23 LUẬT ĐẦU TƯ 2014

Đề xuất sửa đổi Luật Đầu tư theo hướng quy định rõ tại Điều 23 Luật Đầu tư rằng Điều 23 này không áp dụng đối với công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán và quỹ đầu tư (là những đối tượng điều chỉnh chuyên biệt của Luật Chứng khoán);

*[Khoản 3 Điều 22 Luật Đầu tư hiện hành đã có quy định ngoại trừ rất rõ ràng về tỷ lệ sở hữu nước ngoài tại các công ty đại chúng, tổ chức kinh doanh chứng khoán và quỹ đầu tư, Điều 23 Luật Đầu tư cần sửa đổi để có một quy định ngoại trừ tương tự.]*

8

**SỞ HỮU  
NƯỚC NGOÀI  
TRÊN  
THỊ TRƯỜNG  
CHỨNG KHOÁN**

**A. QUY ĐỊNH HIỆN HÀNH VỀ TỶ LỆ SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI TRONG CÔNG TY ĐẠI CHỨNG**

- Là tổng tỷ lệ sở hữu cổ phần, phần vốn góp có quyền biểu quyết của tất cả nhà đầu tư nước ngoài và tổ chức kinh tế có nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ từ 51% trở lên.
- 49% đối với ngành nghề kinh doanh có điều kiện nhưng chưa có quy định cụ thể về sở hữu nước ngoài.
- 100%, trừ khi Điều ước quốc tế hoặc pháp luật chuyên ngành hoặc Điều lệ công ty có hạn chế.

9

**SỞ HỮU  
NƯỚC NGOÀI  
TRÊN  
THỊ TRƯỜNG  
CHỨNG KHOÁN**

**B. BẬT CẬP CỦA QUY ĐỊNH HIỆN HÀNH VÀ CHÍNH SÁCH**

- i. Luật Chứng khoán điều chỉnh về tỷ lệ sở hữu nước ngoài của các công ty đại chúng, nhưng Luật Đầu tư lại điều chỉnh địa vị pháp lý của các công ty này khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài đạt từ 51% trở lên.
- ii. Hệ quả của việc Luật Đầu tư điều chỉnh địa vị pháp lý là địa vị pháp lý của các công ty đại chúng có thể thay đổi hàng ngày khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài xuống thấp, hoặc vượt quá 51%. Điều này đồng nghĩa với việc một công ty đại chúng hôm trước được coi là nhà đầu tư trong nước (khi sở hữu nước ngoài dưới 51%) thì ngay ngày hôm sau đã trở thành nhà đầu tư nước ngoài (khi sở hữu nước ngoài tăng trên 51%), và ngược lại.

10

**SỞ HỮU  
NƯỚC NGOÀI  
TRÊN  
THỊ TRƯỜNG  
CHỨNG KHOÁN  
(NVDR)**

**C1. KIẾN NGHỊ**

**i. Luật hóa việc phát hành Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (non-voting depository receipt hay NVDR)**

- NVDR giải quyết được 2 vấn đề là: (a) Chính phủ vẫn hạn chế được tỷ lệ sở hữu nước ngoài theo quy định của luật hiện hành và điều ước quốc tế; và (b) không làm thay đổi địa vị pháp lý (nhà đầu tư trong nước hay nước ngoài) của doanh nghiệp khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài vượt quá 51%;
- Cho phép nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào các công ty đại chúng, công ty niêm yết khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài đã đạt mức tối đa.
- Luật Chứng khoán cần luật hóa quyền biểu quyết của tổ chức nắm giữ NVDR, việc phát hành, quản lý và tổ chức thị trường giao dịch đối với NVDR.

11

**SỞ HỮU  
NƯỚC NGOÀI  
TRÊN  
THỊ TRƯỜNG  
CHỨNG KHOÁN  
(NVDR)**

**C2. KIẾN NGHỊ**

**ii. Thực hiện quyền biểu quyết của NVDR**

- Về quyền biểu quyết của NVDR, chúng tôi đề xuất các giải pháp như sau:

- **Giải pháp 1:** NVDR không có quyền biểu quyết;
- **Giải pháp 2:** toàn bộ số phiếu biểu quyết của NVDR được tính vào số phiếu biểu quyết của nhà đầu tư trong nước đối với vấn đề được ít nhất 75% nhà đầu tư trong nước thông qua;
- **Giải pháp 3:** số phiếu biểu quyết của NVDR được chia đều cho nhà đầu tư trong nước theo tỷ lệ đồng thuận và không đồng thuận của nhà đầu tư trong nước đối với vấn đề biểu quyết;
- **Giải pháp 4:** kết hợp cả hai giải pháp 2&3, trong đó các vấn đề được ít nhất 75% nhà đầu tư trong nước đồng thuận thì tỷ lệ biểu quyết tính theo giải pháp 2, các vấn đề khác dưới ngưỡng 75% thì theo giải pháp 3.

12

**SỞ HỮU  
NƯỚC NGOÀI  
TRÊN  
THỊ TRƯỜNG  
CHỨNG KHOÁN  
(NVDR)**

**C3. KIẾN NGHỊ**

**ii. Thực hiện quyền biểu quyết của NVDR**

- Ví dụ minh họa:

Công ty đại chúng ABC đang niêm yết trên thị trường chứng khoán có 20% sở hữu trong nước, 49% sở hữu nước ngoài và dự kiến 31% sở hữu thuộc NVDR.

Phương thức biểu quyết	Tỷ lệ biểu quyết trong nước	Tỷ lệ biểu quyết nước ngoài	Tỷ lệ biểu quyết của NVDR	Tỷ lệ biểu quyết trong nước/nước ngoài	Hệ quả kiểm soát công ty
<i>Giải pháp 1</i>	20%	49%	0% (31% NVDR bỏ phiếu trắng)	20%/ 49%	Phía nước ngoài có thể phủ quyết
<i>Giải pháp 2</i>	20%	49%	31% (nếu vấn đề được ít nhất 75% của 20% trong nước thông qua)	51%/ 49%	Phía trong nước có thể phủ quyết
<i>Giải pháp 3</i>	20%	49%	20.15% (ví dụ vấn đề này chỉ có 65% của 20% trong nước thông qua, 35% của 20% trong nước phản đối)	33.15%/ 49%	Phía trong nước dù không thể phủ quyết, nhưng có thể ngăn cản việc thông qua quyết định trong 1 số trường hợp
<i>Giải pháp 4</i>	Kết hợp cả hai Giải pháp 2 và 3 trên đây. Tùy thuộc tỷ lệ biểu quyết trong nước, kết quả biểu quyết sẽ như Giải pháp 2 hoặc Giải pháp 3.				

*Ví dụ dựa trên giả định rằng có sự thống nhất biểu quyết trong nội bộ nhóm nhà đầu tư trong nước và nội bộ nhóm nhà đầu tư nước ngoài đối với cùng một vấn đề.*

13

**Sửa đổi quy định  
yêu cầu phải có sẵn  
tiền và chứng khoán  
trước giao dịch  
(pre-funding) đối với  
nhà đầu tư**

**A. QUY ĐỊNH HIỆN TẠI VỀ TIỀN VÀ CHỨNG KHOÁN TRONG GIAO DỊCH KHỚP LỆNH:** Nhà đầu tư phải đảm bảo có đủ tiền và chứng khoán trước khi đặt lệnh giao dịch chứng khoán.

**B. BẮT CẬP:**

- **Yêu cầu quá mức cần thiết:** Mục đích của quy định này nhằm quản lý, ngăn chặn rủi ro phát sinh từ giao dịch. Tuy nhiên, đòi hỏi áp dụng hiện tại bao gồm cả nhà đầu tư và công ty chứng khoán;
- **Trái thông lệ quốc tế:** Theo thông lệ quốc tế và khu vực, yêu cầu này chỉ áp dụng đối với công ty chứng khoán. Việc áp dụng quy định này đối với nhà đầu tư đã can thiệp quá sâu và vì mô hình thỏa thuận thương mại giữa công ty chứng khoán và nhà đầu tư;
- **Giảm thanh khoản thị trường, giảm chức năng của thành viên lưu ký:** Quy định hiện hành làm giảm thanh khoản thị trường, đồng thời giảm chức năng, sự linh hoạt của công ty chứng khoán;
- **Tăng chi phí giao dịch:** nhà đầu tư, đặc biệt nhà đầu tư nước ngoài chịu chi phí lớn trong việc chuyển đổi ngoại tệ để giao dịch.

**C. KIẾN NGHỊ:** Dự thảo Luật Chứng khoán cần quy định cơ sở pháp lý, giải pháp và lộ trình cho việc xóa bỏ yêu cầu nhà đầu tư phải đảm bảo có đủ tiền và chứng khoán trước khi đặt lệnh giao dịch, đồng thời vẫn duy trì an toàn giao dịch cho thị trường.

14

## THÀNH LẬP NGÂN HÀNG THANH TOÁN TIỀN ĐỐI VỚI GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN, PHÁI SINH

### A. MÔ HÌNH GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HIỆN TẠI:

- Ngân hàng thanh toán tiền đối với giao dịch chứng khoán: **BIDV**.
- Ngân hàng thanh toán tiền đối với giao dịch chứng khoán phái sinh: **Vietinbank**.
- Ngân hàng thanh toán tiền đối với giao dịch trái phiếu chính phủ: **Ngân hàng Nhà nước**

**B. BÁT CẬP CỦA MÔ HÌNH GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HIỆN TẠI:** chưa đảm bảo được an toàn trong hoạt động thanh toán; Nhà nước không thu được ngân sách từ hoạt động này.

**C. LỢI ÍCH CỦA MÔ HÌNH NGÂN HÀNG THANH TOÁN TIỀN GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN RIÊNG BIỆT DO NHÀ NƯỚC QUẢN LÝ:**

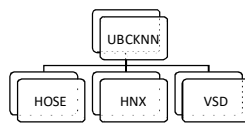
- Giảm thiểu rủi ro cho thị trường chứng khoán;
- Tăng thu cho Ngân sách Nhà nước (qua việc thu phí giao dịch);
- Tăng tính minh bạch và bình đẳng cho thị trường.

**D. KIẾN NGHỊ :** Bổ sung quy định để thành lập Ngân hàng thanh toán tiền trung tâm đối với giao dịch chứng khoán, phái sinh trực thuộc Chính phủ.

15

## MÔ HÌNH QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN

### MÔ HÌNH QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HIỆN TẠI

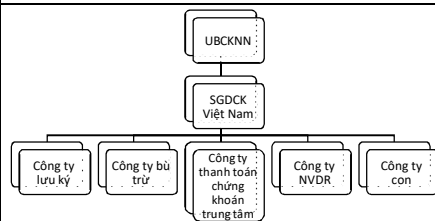


#### BÁT CẬP:

- Việc hợp nhất HOSE và HNX hiện chưa hoàn tất.
- Việc VSD thực hiện cả hai chức năng lưu ký và bù trừ có rủi ro lớn về an toàn thanh toán.

Trường hợp vốn sở hữu của VSD không đủ để bù đắp giá trị giao dịch, sẽ dẫn đến tình trạng VSD phá sản và không còn cơ quan để lưu ký chứng khoán.

### MÔ HÌNH QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN MỚI



#### GIẢI PHÁP:

- Thành lập SGDCK Việt Nam – là thị trường giao dịch chứng khoán tập trung toàn quốc;
- SGDCK Việt Nam nên tổ chức dưới hình thức công ty cổ phần với sở hữu có thể được cổ phần hóa cho các thành viên thị trường, nhà đầu tư, và hướng tới niêm yết trong tương lai;
- Thành lập công ty con riêng rẽ để thực hiện chức năng lưu ký và bù trừ;
- Thành lập công ty trung tâm thanh toán tiền đối với giao dịch chứng khoán và phái sinh;
- Thành lập công ty phát hành NVDR trực thuộc SGDCK để quản lý và nắm giữ NVDR;
- Thành lập các công ty con trực thuộc SGDCK cung cấp dịch vụ hỗ trợ (công nghệ, kỹ thuật, v.v.).



**Tài sản  
của quỹ đầu tư  
cần lưu ký  
tại một tài khoản  
đứng tên chính quỹ  
đó và độc lập với  
công ty quản lý quỹ**

**A. QUY ĐỊNH HIỆN TẠI:** Thông tư 23/2014/TT-NHNN và 32/2016/TT-NHNN của Ngân Hàng Nhà Nước yêu cầu các tổ chức không có tư cách pháp nhân (bao gồm tất cả các quỹ đầu tư được thành lập theo pháp luật Việt Nam) phải chuyển sang thanh toán của cá nhân hoặc tài khoản thanh toán chung.

**B. BẮT CẬP:**

*Yêu cầu này không khả thi và trái Luật Chứng khoán: Theo các quy định của Luật Chứng khoán, tài sản được ghi nhận sở hữu dưới tên của tổ chức đầu tư, tương ứng với mã số giao dịch chứng khoán do Trung tâm Lưu ký Chứng Khoán cấp cho họ, và tài khoản lưu ký chứng khoán cũng được mở tương ứng dưới tên của tổ chức đầu tư. Do đó việc mở tài khoản tiền dưới hình thức tài khoản cá nhân, hoặc tài khoản thanh toán chung, hoặc tài khoản của công ty mẹ là không phù hợp, việc ghi nhận sở hữu tiền sẽ không tương ứng với ghi nhận sở hữu chứng khoán. Điều này cũng dẫn đến việc không thực hiện được các giao dịch thanh toán tiền và chứng khoán trên thị trường chứng khoán do người sở hữu tài khoản tiền và người sở hữu tài khoản chứng khoán không khớp nhau;*

**C. KIẾN NGHỊ:** Luật Chứng khoán quy định rõ như sau “Tài sản của quỹ đầu tư được lưu ký tại một tài khoản đứng tên của quỹ đó và độc lập với tài sản của công ty quản lý quỹ”.

17

**Bảo vệ tài sản  
của nhà đầu tư**

**A. BẮT CẬP:** Hiện chưa có các quy định về các vấn đề sau:

1. Quy định về phá sản và thủ tục giải quyết phá sản liên quan đến tài sản của nhà đầu tư tại các tổ chức hoạt động trong thị trường (Ngân hàng lưu ký, ngân hàng thanh toán, Trung tâm lưu ký chứng khoán)
2. Quy định về xây dựng Kế hoạch dự phòng khẩn cấp cho các trường hợp xảy ra các sự cố bất khả kháng cho các Sở giao dịch chứng khoán, Trung tâm lưu ký, ngân hàng lưu ký, ngân hàng thanh toán, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ.

*Đây là những vấn đề mà nhà đầu tư nước ngoài đặc biệt quan tâm khi quyết định đầu tư vào thị trường chứng khoán Việt Nam*

**B. KIẾN NGHỊ:** Luật Chứng khoán cần quy định rõ các tài sản thuộc về nhà đầu tư (bao gồm cả tiền và chứng khoán đang trong quá trình thanh toán) để đảm bảo tài sản của nhà đầu tư.

18

**Giải pháp  
xử lý tổng thể  
vướng mắc  
của Nhà đầu tư  
nước ngoài**

Kiến nghị UBCK phối hợp với các bộ ngành có liên quan (ví dụ: Bộ Kế hoạch đầu tư, Ngân hàng Nhà nước) để tiến hành đánh giá tổng thể về những vướng mắc, bất cập hạn chế trong các quy định về tỷ lệ sở hữu nước ngoài, các quy trình thủ tục đầu tư cho nhà đầu tư nước ngoài, các quy định về quản lý dòng vốn, tài khoản cho nhà đầu tư nước ngoài để ban hành các quy định đồng bộ, tổng thể giữa các bộ ngành về các vấn đề nêu trên, nhằm đảm bảo việc triển khai đồng bộ và kịp thời



**TRÂN TRỌNG**