



Working Paper 2025.1.4.19

- Vol. 1, No. 4

RỦI RO PHÁP LÝ TRONG HOẠT ĐỘNG CỦA TỔ CHỨC ĐỘC LẬP ĐÁNH GIÁ TRÁI PHIẾU XANH

Phạm Mai Linh¹, Nguyễn Thúy Hiền

Sinh viên K60 Luật Thương mại quốc tế - Khoa Luật

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Ngọc Hà

Viện trưởng Viện Nghiên cứu Sáng tạo

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Tóm tắt

Mặc dù các Tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh đóng vai trò thiết yếu trong việc đảm bảo tính minh bạch và độ tin cậy của trái phiếu xanh, bản thân các tổ chức này cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro pháp lý trong quá trình vận hành. Sự thiếu hụt một khung pháp lý thống nhất và đồng bộ trên toàn cầu tạo ra những bất định về tiêu chuẩn đánh giá. Rủi ro xung đột lợi ích, đặc biệt trong mô hình “người phát hành trả tiền”, có thể làm giảm tính khách quan của các đánh giá. Thêm vào đó, hành vi “tẩy xanh” từ các tổ chức phát hành cũng tạo ra tình thế thách thức, đòi hỏi các Tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh phải có năng lực thẩm định và kiểm soát rủi ro hiệu quả. Bài viết phân tích những rủi ro từ hoạt động của các Tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh, qua đó đề xuất các giải pháp nhằm nâng cao tính minh bạch, và niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường trái phiếu xanh.

Từ khóa: trái phiếu xanh, tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh, quy định pháp luật, rủi ro pháp lý.

LEGAL RISKS IN THE OPERATIONS OF GREEN BOND EXTERNAL REVIEWERS

Abstract

¹ Tác giả liên hệ, email: mialinh111@gmail.com

Although the Green Bond External Reviewers play an essential role in ensuring the transparency and credibility of green bonds, these organizations themselves also face numerous legal risks in their operations. The lack of a unified and consistent legal framework globally creates uncertainties regarding assessment standards. The risk of conflicts of interest, particularly in the “issuer-pays” model, can diminish the objectivity of assessments. Additionally, “greenwashing” behavior from issuing entities poses a significant challenge, requiring GBER to have effective assessment and risk control capabilities. This research analyzes the risks arising from the operations of independent green bond assessment organizations, thereby proposing solutions to enhance transparency, accountability, and investor confidence in the green bond market.

Key word: green bond, green bond external reviewers (GBER), legal regulation, legal risk.

Lời mở đầu

Trong bối cảnh biến đổi khí hậu toàn cầu ngày càng trở nên cấp bách, trái phiếu xanh đã nổi lên như một công cụ tài chính quan trọng, đóng vai trò then chốt trong việc huy động nguồn vốn đầu tư cho các dự án phát triển bền vững và thân thiện với môi trường. Trái phiếu xanh không chỉ giúp các chính phủ và tổ chức tài chính đạt được các mục tiêu về khí hậu, mà còn thu hút sự quan tâm ngày càng lớn từ các nhà đầu tư, những người ngày càng coi trọng các yếu tố môi trường, xã hội và quản trị (ESG) khi đưa ra quyết định đầu tư của mình. Các nhà đầu tư ngày càng quan tâm đến việc các dự án mà họ đầu tư mang lại tác động tích cực đến môi trường và xã hội. Tuy nhiên, sự phát triển nhanh chóng của thị trường trái phiếu xanh cũng đi kèm với những thách thức, đặc biệt là những nghi ngại về tính minh bạch và độ tin cậy của loại trái phiếu này. Để giải quyết vấn đề rủi ro trong hoạt động của các Tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh (Green Bond External Reviewers - GBER) đã ra đời, đóng vai trò như một bên thứ ba độc lập, thẩm định và xác nhận tính “xanh” của các trái phiếu. GBER giúp giảm sự bất cân xứng thông tin giữa người phát hành và nhà đầu tư, đảm bảo rằng nguồn vốn được sử dụng đúng mục đích cho các dự án xanh. Sự ra đời của GBER là một hệ quả tất yếu từ nhu cầu của các nhà đầu tư về nguồn thông tin đáng tin cậy, giúp họ tránh được rủi ro “tẩy xanh” (greenwashing) trong thị trường trái phiếu xanh đang phát triển nhanh chóng.

Trên thực tế, thị trường trái phiếu xanh vẫn còn non trẻ, thiếu một khuôn khổ pháp lý hoàn chỉnh và thống nhất, dẫn đến nhiều rủi ro pháp lý tiềm ẩn đối với GBER. Những rủi ro này không chỉ ảnh hưởng đến uy tín và hoạt động của các GBER, mà còn có thể làm suy yếu niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường trái phiếu xanh, cản trở sự phát triển bền vững của thị trường. Bài viết sẽ đi sâu vào phân tích các rủi ro pháp lý tiềm tàng trong quá trình hoạt động, vận hành của GBER, đồng thời làm rõ những hệ quả có thể xảy ra đối với hoạt động của các tổ chức này.

Bằng việc làm rõ những rủi ro pháp lý và hệ quả tiềm tàng, tác giả mong muốn cung cấp một cái nhìn toàn diện về những thách thức đang đặt ra cho thị trường trái phiếu xanh. Đồng thời, bài viết sẽ đề xuất các giải pháp để tăng cường tính minh bạch, trách nhiệm và sự phát triển bền vững của thị trường. Qua đó, đóng góp vào việc xây dựng một thị trường tài chính xanh minh bạch, công bằng và hiệu quả, góp phần thúc đẩy quá trình chuyển đổi sang một nền kinh tế xanh hơn.

1. Khái quát về tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh

1.1. Trái phiếu xanh

Ban đầu, Bộ nguyên tắc Trái phiếu xanh 2015 (ICMA, 2015) được ban hành bởi Hiệp hội thị trường Vốn Quốc tế (ICMA), một tổ chức có uy tín hàng đầu trong lĩnh vực tài chính toàn cầu, đưa ra định nghĩa về trái phiếu xanh là bất kỳ một loại trái phiếu nào mà số tiền thu được từ việc phát hành trái phiếu được sử dụng cho việc tài trợ hoặc tái tài trợ một phần hoặc toàn bộ dự án xanh mới hoặc đang hoạt động đủ điều kiện cấp vốn và tuân thủ bốn nguyên tắc của Bộ nguyên tắc Trái phiếu xanh. Đến năm 2018, Bộ nguyên tắc này điều chỉnh thành: “Trái phiếu xanh là bất kỳ loại công cụ trái phiếu nào mà nguồn vốn thu được sẽ được sử dụng vào mục đích tài trợ hoặc tái tài trợ, một phần hoặc toàn bộ, mới và hoặc các dự án xanh đủ điều kiện hiện có và đáp ứng bốn thành phần cốt lõi của GBP.”(ICMA, 2018). Trong đó, cần lưu ý rằng các dự án xanh phải được xác định bởi tổ chức phát hành dựa trên các mục tiêu chính cơ bản và trái phiếu xanh không được hoán đổi với các trái phiếu khác không phù hợp với bốn thành phần cốt lõi của GBP.

Cụ thể, ICMA quy định Nguyên tắc Trái phiếu xanh nhằm đánh giá các dự án xanh “đủ điều kiện” dựa trên bốn yếu tố sau: (1) Về việc sử dụng nguồn vốn thu được, nguồn vốn này phải được dùng cho các dự án xanh; (2) Về quy trình đánh giá và lựa chọn dự án, các đơn vị phát hành cần công bố rõ quy trình xác định tính phù hợp của dự án một cách công khai, minh bạch; (3) Về việc quản lý nguồn vốn thu được, nguồn tiền thu được từ trái phiếu xanh phải được theo dõi riêng biệt; (4) Về chế độ báo cáo, tổ chức phát hành phải cung cấp thông tin đầy đủ về việc sử dụng vốn từ đợt phát hành.

Mặc dù GBP đưa ra định nghĩa về trái phiếu xanh cho các đơn vị phát hành và chính phủ sử dụng, nhưng nó không mang tính ràng buộc. Các quốc gia như Trung Quốc và Ấn Độ đã luật hóa các phiên bản định nghĩa về trái phiếu xanh tương tự với GBP như một phần trong nỗ lực chuẩn hóa các loại hình dự án “xanh” được phê duyệt. Tại Việt Nam, theo Nghị định số 95/2018/NĐ-CP ngày 30/6/2018 của Chính phủ quy định về phát hành, đăng ký, lưu ký, niêm yết và giao dịch công cụ nợ của Chính phủ trên thị trường chứng khoán: “Trái phiếu xanh là một loại trái phiếu Chính phủ được phát hành để đầu tư cho các dự án liên quan đến hoạt động bảo vệ môi trường theo quy định tại Luật bảo vệ môi trường (dự án xanh) và nằm trong danh mục dự án được phân bổ vốn đầu tư công theo quy định của Luật đầu tư công, Luật ngân sách nhà nước”. Theo Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 04/12/2018 của Chính phủ quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp: “Trái phiếu doanh nghiệp xanh” là trái phiếu doanh nghiệp được phát hành để đầu tư cho các dự án bảo vệ môi trường theo quy định của Luật bảo vệ môi trường.

Nói một cách ngắn gọn, trái phiếu xanh được hiểu như một loại chứng khoán có thu nhập cố định nhằm thu hút vốn cho các dự án có lợi ích về môi trường. Theo đó, các khoản tiền thu được từ việc phát hành trái phiếu này sẽ được cam kết đầu tư cho các chương trình tăng cường sự thích nghi và giảm thiểu tác động của biến đổi khí hậu, bao gồm các dự án năng lượng sạch, sử dụng năng lượng hiệu quả, giao thông công cộng và nước sạch,... Trái phiếu xanh có thể được phát hành bởi chính phủ, các ngân hàng thương mại, ngân hàng phát triển, các tổ chức tài chính quốc tế, các doanh nghiệp,...

Mặc dù việc phát hành trái phiếu xanh đang dần trở thành xu hướng trên thị trường, thoát nhìn, có vẻ sẽ khó lý giải lựa chọn này của doanh nghiệp khi dòng tiền thu được từ trái phiếu xanh phải được cam kết sử dụng cho các dự án xanh. Điều này không chỉ hạn chế chính sách đầu tư của công ty mà còn tăng chi phí tài chính cho việc xác minh từ bên thứ ba rằng loại trái phiếu này “đạt chuẩn” theo quy định. Vậy, lợi ích vượt trội gì khiến trái phiếu xanh được ưa chuộng bởi các nhà phát hành thời gian gần đây? Qua nghiên cứu, tác giả nhận thấy có ba lý do chính.

Thứ nhất, trái phiếu xanh có thể đóng vai trò như một tín hiệu đáng tin cậy về cam kết của doanh nghiệp đối với môi trường. Tín hiệu này có vai trò đặc biệt quan trọng trong bối cảnh các nhà đầu tư thiếu thông tin về các dự án hay cam kết môi trường từ các doanh nghiệp (Lyon & Maxwell, 2011). Từ những yêu cầu đặc biệt để trở thành một trái phiếu xanh, chính nó đã cho phép các doanh nghiệp phát hành thông báo một cách tin cậy với thị trường rằng họ thực sự thực hiện cam kết với môi trường của mình.

Thứ hai, trái phiếu xanh thu hút nguồn đầu tư tài chính đến từ các nhà đầu tư có mối quan tâm đến môi trường. Khi các nhà đầu tư trên thị trường sẵn sàng chấp nhận đầu tư nhiều hơn để đổi lấy lợi ích xã hội, các công ty phát hành có thể thông qua việc phát hành trái phiếu xanh để có được nhiều vốn đầu tư hơn.

Thứ ba, việc phát hành trái phiếu xanh có thể dẫn đến mối nghi ngại về hành vi “tẩy xanh” (Green washing), tức là các công ty sẽ phát hành trái phiếu xanh để chứng minh trách nhiệm với môi trường của mình nhưng lại không thực hiện các hành động cụ thể. Tuy nhiên, nghiên cứu cho thấy các công ty phát hành trái phiếu xanh thường có xu hướng cải thiện hiệu suất môi trường sau đó (Flammer, 2020).

Như vậy, với các lý do tiềm năng trên, trái phiếu xanh trở thành một công cụ hiệu quả cho các doanh nghiệp thể hiện trách nhiệm của mình với môi trường.

1.2. Tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh

Tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh (Green Bond External Reviewer) là một bên thứ ba độc lập, đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo tính minh bạch và độ tin cậy của thị trường trái phiếu xanh. Khi thị trường trái phiếu xanh ngày càng mở rộng, nhu cầu về các tổ chức đánh giá này cũng tăng lên. Các GBER giúp giảm thiểu sự bất cân xứng thông tin giữa người phát hành và nhà đầu tư, đồng thời ngăn chặn rủi ro “tẩy xanh”. Theo quy định tại Trung Quốc, GBER còn được gọi là Tổ chức Đánh giá và Chứng nhận (Assessment and Certification Institution - ACI).

Trong thị trường tài chính xanh, các GBER đóng vai trò như một “người gác cổng” độc lập, xác minh tính phù hợp của các dự án xanh mà trái phiếu đó tài trợ. Đánh giá của GBER giúp nhà đầu tư đưa ra quyết định dựa trên thông tin chính xác và đáng tin cậy hơn, từ đó tăng cường sự tin tưởng vào thị trường trái phiếu xanh.

Tương tự như cách các cơ quan xếp hạng tín dụng trong cuộc Khủng hoảng Tài chính được khuyến khích đặt lợi ích của các đơn vị phát hành lên trên lợi ích của các nhà đầu tư, từ đó dựa vào xếp hạng để giành thị phần, các tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh, nếu không có quy định điều chỉnh, có thể có các hành vi thiếu minh bạch tương đồng. Đây cũng chính là một trong

những rủi ro mà thị trường cần xem xét khi đánh giá mức tín nhiệm của một tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh thông thường.

1.3. Hoạt động của Tổ chức đánh giá trái phiếu xanh

Các GBER cung cấp ý kiến độc lập bằng cách đánh giá trái phiếu xanh phù hợp với các hướng dẫn hoặc tiêu chuẩn cụ thể. Các ý kiến đánh giá từ GBER là yếu tố quan trọng, đồng thời cũng là một biện pháp đảm bảo, giúp cho các nhà đầu tư xác định rằng các khoản đầu tư của họ đủ điều kiện để được công nhận là các khoản đầu tư xanh.

Theo các tiêu chuẩn quốc tế, đặc biệt là theo Bộ Nguyên tắc Trái phiếu Xanh (Green Bond Principles - GBP) của Hiệp hội Thị trường Vốn Quốc tế (International Capital Market Association - ICMA), có bốn loại hình đánh giá mà GBER có thể cung cấp riêng lẻ, hoặc kết hợp như sau:

(1) Đánh giá tư vấn (bao gồm cả ý kiến thứ hai): Các GBER có thể tham khảo lời khuyên từ các chuyên gia tư vấn và/hoặc tổ chức có chuyên môn được công nhận hoạt động trong lĩnh vực môi trường bền vững hoặc các khía cạnh khác của việc phát hành trái phiếu xanh, chẳng hạn như thiết lập/đánh giá khung trái phiếu xanh của tổ chức phát hành.

(2) Xác minh: Tổ chức phát hành trái phiếu xanh có thể sử dụng xác minh độc lập bởi các bên đủ điều kiện, chẳng hạn như kiểm toán viên. Khác với chứng nhận, xác minh có thể tập trung vào sự phù hợp với các tiêu chuẩn nội bộ được đưa ra bởi tổ chức phát hành.

(3) Chứng nhận: Thông qua các quy định liên quan, cùng với những tiêu chuẩn chung của từng tổ chức thực hiện đánh giá, các GBER đưa ra chứng nhận cho các dự án xanh. Mục tiêu của các đánh giá hậu phát hành là xác minh rằng “những gì đã được tuyên bố thực sự là những gì đã được thực hiện”, bao gồm cả các ý kiến hoặc tuyên bố công khai do tổ chức phát hành chuẩn bị. Quá trình xác minh thường tập trung vào việc đảm bảo rằng hoạt động của đơn vị phát hành trái phiếu xanh phù hợp với các quy trình và thủ tục theo quy định hoặc các cam kết khác đã được tổ chức phát hành đưa ra. Có thể nói đây hình thức đánh giá khắt khe nhất, xem xét các tiêu chí trái phiếu, lựa chọn và đánh giá dự án, quy trình theo dõi nội bộ, dữ liệu phi tài chính về kết quả môi trường và quy trình chuẩn bị báo cáo tiến độ. Hiện tại, chỉ có Bộ tiêu chuẩn trái phiếu khí hậu (Climate Bond Standard - CBS) được thiết kế để chứng nhận trái phiếu xanh.

(4) Xếp hạng/Chăm điểm trái phiếu xanh: Trước đây, tính bền vững tổng thể của một đơn vị phát hành được đánh giá thông qua xếp hạng ESG. Sau đó, một số cơ quan xếp hạng, bao gồm Moody's Investor Services, S&P Global Ratings và Oekom, đã bắt đầu phát triển các công cụ đánh giá và xếp hạng chuyên biệt nhằm vào thị trường trái phiếu xanh. Một trong những phương thức mà các công ty này đã triển khai là mở rộng phạm vi của các tiêu chuẩn xếp hạng tín dụng “truyền thống” bao gồm cả các chỉ số phi tài chính. Ví dụ, công cụ Green Bond Evaluation của S&P Global Ratings tìm cách phân tích và ước tính tác động môi trường của các dự án hoặc sáng kiến được tài trợ bởi trái phiếu xanh (Wilkins, 2016). Moody's cung cấp đánh giá về khả năng quản lý, điều hành, phân bổ nguồn vốn và báo cáo về các dự án môi trường được tài trợ bằng nguồn vốn huy động từ các đợt phát hành trái phiếu xanh (Moody's Corporation, 2016). Trong khi đó, cũng tồn tại một số tổ chức xếp hạng áp dụng xếp hạng ESG dành cho các đơn vị phát hành nói chung, thay vì dành riêng cho các đợt phát hành trái phiếu xanh cụ thể. Bên cạnh đó, các

GBER thực hiện phân tích cụ thể về mức độ “xanh” của các dự án đủ điều kiện được tài trợ từ nguồn vốn trái phiếu, cũng như mức độ minh bạch và trách nhiệm giải trình liên quan đến phân bổ và báo cáo trái phiếu.

Ngoài ra, Sáng kiến Trái phiếu Khí hậu (Climate Bond Initiative - CBI) cũng thiết lập một hệ thống chứng nhận riêng, theo đó các GBER sẽ xác minh liệu các trái phiếu có đáp ứng các tiêu chí của Tiêu chuẩn Trái phiếu Khí hậu (Climate Bond Standard - CBS) hay không. Hệ thống chứng nhận của CBI bao gồm ba giai đoạn: xác minh trước phát hành, xác minh sau phát hành và báo cáo định kỳ. Theo đó, trong giai đoạn trước khi phát hành, tổ chức kiểm định sẽ đánh giá liệu trái phiếu xanh có đáp ứng yêu cầu của CBS hay không. Sau khi trái phiếu được phát hành, quy trình chứng nhận sau phát hành sẽ kiểm tra lại xem trái phiếu có tuân thủ các yêu cầu của CBS hay không. Cuối cùng, để đảm bảo rằng trái phiếu tiếp tục đáp ứng các yêu cầu chứng nhận CBS, CBI yêu cầu các tổ chức phát hành cung cấp báo cáo hàng năm sau giai đoạn phát hành (Climate Bonds Initiative, 2023).

2. Rủi ro pháp lý trong hoạt động của tổ chức đánh giá trái phiếu xanh

2.1. Rủi ro phát sinh do thiếu khung pháp lý thống nhất và đồng bộ

Để theo kịp thị trường tài chính xanh đang phát triển không ngừng, các tổ chức trong nước và quốc tế đều tập trung phát triển các hướng dẫn, quy định và ưu đãi liên quan đến trái phiếu xanh và các vấn đề liên quan. Trong đó, vấn đề xác định thế nào để phân loại trái phiếu xanh với trái phiếu thông thường luôn là vấn đề cốt lõi. Đặc biệt khi nhu cầu về thông tin minh bạch và dễ tiếp cận về việc sử dụng nguồn vốn thu được từ trái phiếu xanh đã gia tăng cùng với sự phát triển của thị trường, bởi lẽ các nhà đầu tư cần nắm rõ tiền của họ được phân bổ vào đâu. Tại một số quốc gia, việc thiếu quy định liên quan có thể khiến cho các GBER gặp nhiều khó khăn trong quá trình thẩm định của mình, từ đó ảnh hưởng tới việc đưa ra đánh giá chính xác với các trái phiếu xanh cho thị trường mà đặc biệt là các nhà đầu tư tham khảo.

Ngay cả khi đã có tiêu chuẩn đánh giá trái phiếu xanh rõ ràng, với tính chất chung là không ràng buộc, các tiêu chuẩn này không hoàn toàn đón nhận được sự đồng thuận trên tất cả các quốc gia do khác biệt trong mối quan tâm đến môi trường của từng bên (Edesess, 2018). Ví dụ như CBI quy định phải có ít nhất 95% số tiền thu được từ trái phiếu xanh được dành cho các mục đích được chấp nhận và không quá 5% phân bổ cho vốn lưu động, trong khi các quy định tại Trung Quốc cho phép sử dụng một nửa số tiền cho vốn lưu động hoặc tái cấp vốn cho các khoản vay ngân hàng. Tại Trung Quốc, các dự án xanh có thể có mục đích sử dụng bao gồm: sản xuất điện hạt nhân, xây dựng các nhà máy thủy điện lớn và các dự án than sạch, tuy nhiên với một số quốc gia phương Tây, nơi ưu tiên hàng đầu về môi trường là ngăn chặn biến đổi khí hậu, không chấp nhận các dự án than sạch như là một dự án xanh. Điều này bắt nguồn từ mối quan tâm của Trung Quốc với môi trường ưu tiên việc làm sạch không khí, sông, hồ và đất đã bị ô nhiễm bởi vài thập kỷ phát triển chóng mặt gần đây, khi đó các dự án cải thiện hiệu quả sử dụng than vẫn có thể có lợi cho môi trường.

Việc các quy định về trái phiếu xanh và tổ chức đánh giá khác nhau giữa các quốc gia và khu vực đã gây ra sự thiếu đồng bộ trong các yêu cầu pháp lý đồng thời làm tăng nguy cơ tổ chức đánh giá tuân thủ sai quy định ở một số thị trường nhất định. Một dự án được công nhận “xanh” tại một khu vực có thể không được chấp nhận ở khu vực khác do tiêu chuẩn đánh giá khác nhau. Khi đó, các GBER phải chú ý điều chỉnh quy trình để phù hợp với từng quốc gia, làm giảm nguy cơ sai sót hoặc vi phạm pháp luật ở một số thị trường.

2.2. *Rủi ro phát sinh do xung đột lợi ích*

Một trong những rủi ro khiến nhà đầu tư phải cân nhắc khi đánh giá uy tín của một tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh là về vấn đề xung đột lợi ích. Xung đột lợi ích xảy ra khi mà các GBER, những tổ chức vốn được kỳ vọng từ thị trường rằng sẽ đóng vai trò trung lập và khách quan, lại bị ảnh hưởng bởi các mối quan hệ tài chính hoặc phi tài chính, dẫn đến những quyết định thiếu xác đáng, minh bạch. Cụ thể, xung đột lợi ích có thể xảy ra, bao gồm nhưng không giới hạn, trong những trường hợp sau: (1) khi GBER vừa thực hiện thẩm định trái phiếu xanh vừa cung cấp các dịch vụ phụ trợ cho đơn vị phát hành; (2) khi GBER nhận được các khoản thanh toán khác bên cạnh khoản phí từ bên phát hành cho hoạt động đánh giá trái phiếu xanh; (3) khi một phần doanh thu của GBER đến từ một nhà phát hành nhất định.

Tương tự như các Tổ chức đánh giá tín dụng thông thường, GBER hoạt động dựa trên xếp hạng tín nhiệm những tổ chức này trên thị trường và mức độ tin cậy sẽ tương ứng với lợi nhuận thu về. Với đặc tính hoạt động là một “bên thứ ba”, danh tiếng của GBER có thể được nhìn nhận theo hai phía: từ phía bên phát hành và từ phía nhà đầu tư. Theo đó, kết quả nghiên cứu đã cho thấy mô hình tổ chức đánh giá tín dụng nói chung đều có cán cân quan tâm nghiêng về phía đơn vị phát hành, cũng chính là những người trực tiếp trả tiền cho việc thẩm định tín dụng (Becker & Milbourn, 2011). Như lời khai từ các nhân viên công ty xếp hạng tín nhiệm trước các Ủy ban quản lý sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, họ đã thừa nhận rằng biên lợi nhuận quan trọng hơn chất lượng, cụ thể là các phương pháp đánh giá (rating methodologies) tại các tổ chức này được thiết kế để tùy chỉnh khi khách hàng, cũng chính là các nhà phát hành, lựa chọn đối thủ cạnh tranh thay vì họ (Altman, 2010).

Các cuộc khủng hoảng tài chính trong quá khứ là bằng chứng cho thấy sự cạnh tranh giữa các tổ chức đánh giá tín dụng không làm giảm đi những hành vi trục lợi. Trái ngược lại, các tổ chức này cạnh tranh với nhau để nhận được nhiều khoản thanh toán hơn từ các nhà phát hành chứ không phải để có được danh tiếng tốt hơn trong mắt nhà đầu tư. Tiêu biểu có thể kể đến vụ kiện của Bộ Tư pháp Hoa Kỳ với hai công ty xếp hạng tín nhiệm nổi tiếng là Standard & Poor's và Moody's. Trong vụ kiện với Standard & Poor's, Bộ cáo buộc công ty này “tham gia vào một âm mưu lừa đảo các nhà đầu tư về các sản phẩm tài chính cơ cấu” (structured financial products), có thể hiểu là các sản phẩm phái sinh và/hoặc dựa trên cơ sở là chứng khoán, rô cổ phiếu, chỉ số, hàng hóa, trái phiếu và/hoặc ngoại tệ. Bộ đã phát hiện ra rằng, công ty này thường xuyên đưa ra đánh giá cao cho những sản phẩm tài chính có hiệu suất kém hơn so với mức mà nó được quảng cáo trên thị trường. Tương tự, Bộ đã phạt Moody's 864 triệu đô la vì những hành vi lừa đảo qua mắt nhà đầu tư thông qua các nghiệp vụ xếp hạng tổ chức phát hành thiếu trung thực. Công ty này thậm chí thừa nhận rằng các tiêu chuẩn mà công ty dùng để đánh giá các nhà phát hành trên

thực tế dễ dàng hơn so với những gì công ty này đã tự công bố. Hệ quả là các nhà đầu tư đã dựa trên những xếp hạng không đáng tin cậy này để đưa ra quyết định đầu tư sẽ phải chấp nhận rủi ro đến từ những quyết định này.

Rủi ro xung đột lợi ích đến từ chính những xung đột cổ hữu trong mô hình kinh doanh chung của ngành thẩm định, cụ thể là mô hình nhà phát hành trả tiền. Đối với các tổ chức xếp hạng tín dụng nói chung, có sự tồn tại của cả hai mô hình trả tiền cho nhà đầu tư và trả tiền cho nhà phát hành, tuy nhiên các GBER chưa từng có sự tồn tại của mô hình trả tiền cho nhà đầu tư (Chen & Long, 2023), vì vậy rủi ro phát sinh từ xung đột lợi ích đối với các GBER là cao hơn so với các tổ chức định giá tín dụng thông thường. Mô hình này đã tạo cho GBER động lực duy trì khách hàng bằng cách cung cấp những đánh giá có lợi. Khi đó, khả năng những đánh giá của GBER sẽ bị chi phối, các tiêu chí sẽ được đưa ra dễ dàng hơn cho bên phát hành, chất lượng thẩm định cũng vì thế mà bị giảm sút.

2.3. Rủi ro phát sinh do hành vi “Greenwashing”

Thuật ngữ “Greenwashing” hay còn gọi là “tẩy xanh” để chỉ những công ty có hành vi cam kết về trách nhiệm với môi trường nhưng không thực hiện đúng những cam kết này trên thực tế. Hành vi này giúp các công ty đạt được danh tiếng trên thị trường và sự quan tâm của những nhà đầu tư đề cao việc bảo tồn môi trường, đặc biệt là trong thời kỳ phát triển bền vững đang là xu thế như hiện nay.

Một trong những vụ “tẩy xanh” tiêu biểu có thể kể đến vụ việc của Respol, công ty nhiên liệu hóa thạch đầu tiên phát hành trái phiếu xanh nhằm tài trợ cho năng suất của năng lượng, đồng thời giảm phát thải carbon. Trước khi phát hành, trái phiếu xanh của Respol đã được chứng nhận bởi Vigeo Eiris - một tổ chức chuyên cung cấp các dịch vụ đánh giá và phân tích liên quan đến các yếu tố môi trường, xã hội và quản trị (ESG), dựa trên cam kết của công ty về việc giảm 50 kiloton chất thải, giảm 1,9 triệu tấn khí thải carbon và đầu tư vào năng lượng gió ngoài khơi. Dù đã được chứng nhận, những tổ chức có ảnh hưởng lớn trong lĩnh vực “xanh” trên thị trường đã không thể hiện thái độ tín nhiệm tích cực với những trái phiếu này, tiêu biểu là CBI cho rằng những trái phiếu này không đại diện cho sự thay đổi cơ bản trong mô hình kinh doanh của Respol, trên thực tế những trái phiếu này phát hành nhằm cải thiện hiệu quả từ hoạt động đốt hóa thạch của công ty (Cripps, 2017).

Với động cơ thực hiện hành vi “tẩy xanh”, các đơn vị phát hành có thể có các biện pháp thiếu trung thực, nhằm “qua mặt” các tổ chức đánh giá độc lập. Dù được coi là cơ chế kiểm soát chất lượng, các tổ chức này vẫn đối mặt với nguy cơ bị lừa dối bởi thông tin sai lệch hoặc thiếu minh bạch từ bên phát hành, dẫn đến việc cấp chứng nhận trái phiếu xanh cho các dự án không đáp ứng các tiêu chuẩn môi trường. Một rủi ro điển hình là việc các tổ chức đánh giá thiếu khả năng xác minh đầy đủ thông tin từ tổ chức phát hành. Điều này đặc biệt nghiêm trọng nếu các GBER phụ thuộc vào thông tin tự báo cáo, thiếu quy trình kiểm tra thực địa hoặc không tham khảo ý kiến của các bên thứ ba. Hệ quả của vấn đề này không chỉ làm suy giảm uy tín của tổ chức đánh giá mà còn gây thiệt hại lớn cho nhà đầu tư. Niềm tin vào thị trường trái phiếu xanh bị tổn hại, và mục tiêu phát triển bền vững toàn cầu có nguy cơ bị cản trở.

Một trường hợp về việc phát hành trái phiếu xanh một cách bất thường có thể kể đến Southern Power, một công ty kinh doanh năng lượng điện năng, với hàng triệu đô la trái phiếu được phát hành nhằm tài trợ cho các dự án năng lượng tái tạo. Đợt phát hành này còn vì được bảo lãnh bởi các tổ chức tài chính lớn như Barclays, BNP Paribas, Bank of America, Merrill Lynch và UBS mà nâng tổng giá trị chào bán từ 750 triệu đô la lên thành 1 tỷ đô la. Tuy nhiên, Southern Power không hề nhận được đánh giá từ bất kỳ bên chuyên môn nào khác về tính “xanh” thực sự của các dự án này. Điều này đã đặt một mối nguy tiềm tàng dành cho các nhà đầu tư khi không có bất kỳ đảm bảo độc lập nào được đưa ra.

3. Một số khuyến nghị

Dựa trên các rủi ro tiềm tàng đã phân tích ở phần trên, tác giả đề xuất một số giải pháp dành cho các nhà làm luật như sau:

Thứ nhất, cần xây dựng khung pháp lý thống và chặt chẽ quy định chung về hoạt động của các GBER trên thị trường. Cụ thể như thiết lập cơ chế cấp phép và giám sát hoạt động của GBER. Quy trình cấp phép nên bao gồm các yêu cầu về năng lực chuyên môn, kinh nghiệm, và tính độc lập của tổ chức. Ngoài ra, cần có cơ chế giám sát thường xuyên để đảm bảo GBER tuân thủ các quy định và tiêu chuẩn đã được thiết lập. Đồng thời cần quy định các chế tài đủ mạnh đối với các hành vi vi phạm nhằm mục đích răn đe các GBER không tuân thủ quy định hoặc có hành vi gian lận. Các chế tài này nên được thực thi một cách nghiêm minh và nhất quán.

Thứ hai, hài hòa hóa các quy định pháp lý trong nước với các tiêu chuẩn quốc tế. Để tạo thuận lợi cho việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài, các quy định pháp lý về GBER cần được hài hòa hóa với các tiêu chuẩn và thông lệ quốc tế. Việc này có thể thực hiện thông qua việc tham gia vào các tổ chức và sáng kiến quốc tế về trái phiếu xanh.

Thứ ba, xây dựng các quy tắc đạo đức nghề nghiệp nghiêm ngặt nhằm giảm thiểu rủi ro phát sinh do xung đột lợi ích đến từ các GBER. Bộ quy tắc đạo đức nghề nghiệp cần quy định rõ các hành vi bị cấm và các nguyên tắc mà GBER phải tuân thủ. Các quy tắc này nên bao gồm các yêu cầu về tính khách quan, công bằng, và trung thực trong quá trình đánh giá.

Thứ tư, thiết lập các tiêu chuẩn về năng lực và kinh nghiệm đối với các GBER. Có thể tham khảo với các quy định áp dụng cho những tổ chức đánh giá tín dụng trước đó, hay thậm chí là đối với các đơn vị tiến hành kiểm toán, với sự tương đồng về tính chất dịch vụ cung cấp đều là đưa ra ý kiến đánh giá một cách độc lập. Cụ thể, một báo cáo kiểm toán chỉ có thể được ký bởi kiểm toán viên đã sở hữu chứng chỉ CPA (Certified Public Accountants). Ngoài ra, các tiêu chuẩn này nên được cập nhật thường xuyên để đáp ứng với sự phát triển của thị trường trái phiếu xanh.

Là đối tượng trực tiếp chịu ảnh hưởng từ những rủi ro đến từ GBER, các nhà đầu tư cũng cần hết sức thận trọng trong việc xem xét, đánh giá mức độ tín nhiệm của các tổ chức này, cụ thể như sau:

Thứ nhất, các nhà đầu tư cần chủ động trong việc lựa chọn và đánh giá trái phiếu xanh. Các nhà đầu tư nên ưu tiên lựa chọn các GBER có uy tín và kinh nghiệm, tuân thủ các tiêu chuẩn quốc tế dựa trên việc phân tích danh tiếng cũng như đối tác, tiêu chí đánh giá (nếu có thể) của các GBER trên thị trường. Nhà đầu tư nên và hoàn toàn quyền yêu cầu các đơn vị phát hành và GBER cung cấp thông tin minh bạch về trái phiếu xanh cũng như quy trình đánh giá.

Thứ hai, các nhà đầu tư nên sử dụng kết quả đánh giá từ phía GBER một cách hiệu quả bằng việc kết hợp kết quả đánh giá với các thông tin khác như báo cáo tài chính của nhà phát hành, thông tin về dự án được tài trợ, và các phân tích thị trường để có thể đưa ra quyết định đầu tư sáng suốt. Bên cạnh đó, việc sử dụng kết quả đánh giá của GBER để xác định và quản lý các rủi ro liên quan đến trái phiếu xanh sẽ giúp các nhà đầu tư tránh được những rủi ro không đáng có khi đưa ra những quyết định đầu tư của mình.

Đối với chính các GBER, để giảm thiểu rủi ro pháp lý trong quá trình vận hành cũng như tăng mức độ tin nhiệm từ các nhà đầu tư, các tổ chức này cần lưu ý một số vấn đề sau:

Thứ nhất, phân hóa cơ cấu tổ chức một cách minh bạch, hiệu quả. Các GBER thực hiện cung cấp đồng thời dịch vụ tư vấn và đánh giá cần phải tách biệt hoạt động giữa hai bộ phận này nhằm tránh xung đột lợi ích. Công khai thông tin về các mối quan hệ: GBER cần công khai thông tin về mối quan hệ với nhà phát hành trái phiếu, bao gồm cả các dịch vụ khác mà GBER cung cấp. Đồng thời, GBER nên công khai phương pháp và tiêu chí đánh giá của mình để các nhà đầu tư hiểu rõ hơn về quy trình đánh giá, tăng cường tính minh bạch trong hoạt động của các tổ chức này.

Thứ hai, nâng cao năng lực chuyên môn và tuân thủ đạo đức nghề nghiệp. GBER cần đầu tư vào việc đào tạo và phát triển đội ngũ chuyên gia có kiến thức chuyên sâu về tài chính xanh, các tiêu chuẩn môi trường, và quy trình đánh giá rủi ro. Đồng thời, các phương pháp đánh giá của cả tổ chức cũng như các chuyên gia cần được cập nhật thường xuyên về các thay đổi trong quy định và thông lệ thị trường.

Kết luận

Thông qua nghiên cứu về rủi ro pháp lý trong hoạt động của tổ chức độc lập đánh giá trái phiếu xanh có thể thấy đây là một lĩnh vực phức tạp, chịu ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm cả sự non trẻ của thị trường trái phiếu xanh và sự đa dạng trong các quy định pháp lý trên toàn cầu. Mặc dù GBER đóng vai trò quan trọng trong việc tăng cường tính minh bạch và giảm thiểu rủi ro “Greenwashing”, bản thân hoạt động của các tổ chức này cũng mang lại nhiều rủi ro pháp lý tiềm ẩn. Một trong những thách thức lớn nhất là sự thiếu hụt các quy định pháp lý rõ ràng và đồng nhất trên toàn cầu. Điều này dẫn đến sự không chắc chắn về trách nhiệm pháp lý của GBER, cũng như các tiêu chuẩn đánh giá và quy trình thực hiện. Trong bối cảnh đó, các GBER phải đối mặt với rủi ro về xung đột lợi ích, đặc biệt là trong mô hình “người phát hành trả tiền” phổ biến.

Để giảm thiểu các rủi ro pháp lý này, cần có sự can thiệp và hợp tác từ nhiều bên liên quan. Các cơ quan quản lý cần xây dựng các quy định pháp lý rõ ràng và chi tiết, đồng thời tăng cường giám sát hoạt động của GBER. Các GBER cần chủ động nâng cao năng lực chuyên môn, tuân

thủ các quy tắc đạo đức nghề nghiệp, và đảm bảo tính độc lập trong hoạt động đánh giá. Đồng thời, các nhà đầu tư cũng cần nâng cao hiểu biết về thị trường trái phiếu xanh, chủ động lựa chọn GBER uy tín, và sử dụng kết quả đánh giá một cách hiệu quả. Bên cạnh đó, cần có một cơ chế trách nhiệm pháp lý rõ ràng cho GBER, bao gồm cả trách nhiệm dân sự và hành chính, để đảm bảo rằng các tổ chức này phải chịu trách nhiệm về các sai sót hoặc gian lận trong quá trình đánh giá.

Rủi ro pháp lý trong hoạt động của GBER là một thách thức đáng kể, đòi hỏi sự quan tâm và hành động từ tất cả các bên liên quan. Bằng việc xây dựng một khung pháp lý vững chắc, tăng cường tính minh bạch, và thúc đẩy đạo đức nghề nghiệp, tác giả mong rằng bài nghiên cứu là một hồi chuông cảnh báo cũng như có thể đưa ra một vài giải pháp hữu ích, nhằm giảm thiểu rủi ro pháp lý, tăng cường niềm tin vào thị trường trái phiếu xanh, và góp phần vào sự phát triển bền vững của nền kinh tế.

Tài liệu tham khảo

Altman, E. I., Sabato, G. & Wilson, N. (2010), “The value of non-financial information in SME risk management”, *The Journal of Credit Risk*, Vol. 6 No. 2, pp. 95–127.

Banahan, C. (2019), “The Bond Villains of Green Investment: Why an Unregulated Securities Market Needs Government to Lay Down the Law”, Vol 43, pp. 841-868.

Becker, B., & Milbourn, T. (2011), “How did increased competition affect credit ratings?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 101 No. 3, pp. 493–514.

Chen, X., & Long, W. (2023), To Enhance the Credibility of the Green Bond Market through Regulating GBER: The Case of China. *Laws*, Vol. 12 No. 6, pp. 91.

Cripps, P. (2017), “Green bond comment, June - Of Repsol and reputation - Environmental Finance”, Available at: <https://environmental-finance.com/content/analysis/green-bond-comment-june-of-repsol-and-reputation.html> (Accessed 22th January, 2025).

Flammer, C. (2021), “Corporate Green Bonds”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 142 No. 2, pp. 499–516.

ICMA, (2015), Green Bond Principles, 2015.

ICMA, (2018), Green Bond Principles, 2018.

Lyon, T. P., & Maxwell, J. W. (2006), “Greenwash: Corporate Environmental Disclosure under Threat of Audit”, *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.93005>.

Ngô, T. S. (2020), Phát hành trái phiếu xanh: Kinh nghiệm của một số quốc gia trên thế giới và bài học cho Việt Nam, Trường Đại học Ngoại thương.

O’Dwyer, B., & Owen, D. L. (2005), “Assurance statement practice in environmental, social and sustainability reporting: a critical evaluation”, *The British Accounting Review*, Vol. 37 No. 2, pp. 205–229.